

海外银行风险事件影响几何？

宏观策略专题报告

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆全球市场风险事件增多，随着银行事件继续发酵，硅谷银行事件和瑞士信贷风波波及范围进一步扩大至全球，市场对于银行体系潜在风险的担忧情绪愈发明显。

◆当前美国货币政策路径又面临“十字路口”，主要矛盾点在于美联储此前寻求的“软着陆”抗通胀路径越来越难以实现，当必须做出选择时，美联储会向“防风险”还是“抗通胀”倾斜。

◆总的来看，目前美国几起银行风险事件主要发生在中小银行间，系统重要性银行相对稳定，短期内爆发系统性风险的概率较低。同时，监管快速介入，美联储设立 BTFP 为银行提供更多流动性支持，也能看出美国监管部门和美联储希望在最快速度缓和风险，为“抗通胀”提供更多空间。所以美联储就此转向的概率较低，后续美联储或在短期较偏向于“防风险”，使得放缓加息速度，但长期仍将坚持“抗通胀”的目标。

◆欧洲通胀拐点尚未出现，控通胀对于欧央行来说仍是重中之重。同时，作为系统重要性银行的瑞士信贷因自身经营不善而出现危机，可能仅是“个例”，这种现象目前未出现在其他系统重要性银行中。再加上相较于美国中小型银行，欧洲多数银行风格相对保守，其资产相对健康、资本充足率较高，发生流动性风险概率偏低。不过还是需要留意发生尾部风险的可能性。后续欧央行加息或将进入“边走边看”模式，欧洲仍面临严峻通胀形势，如若短期没有超预期风险，5月欧央行将至少加 25BP。

◆对于资产的影响：

◆对于美国资产，美联储加息或接近尾声，但降息路径尚不明确。由于加息空间明显下降，美元指数上行空间有限，美债或以宽幅震荡为主。同时还需要关注，后续经济衰退风险或将提升，美股波动性将增大。

◆对于新兴市场，即使美联储加息即将结束，但考虑到美国金融风险及衰退风险的影响，利好也较为有限。

◆对于 A 股，短期来看，海外波动风险犹存，全球避险情绪较高的情况下，对 A 股形成小幅利空的风险。不过从中长期来看，海外市场的震荡会增强中国资产的吸引力，经济基本面修复情况仍然是 A 股的核心主线。

◆对于黄金价格，海外衰退预期明显增强，加上欧美银行体系风险暴露，避险情绪明显升温，黄金避险属性逐步凸显，黄金具有较好配置价值。

◆风险提示：美国通胀持续性超预期、美联储货币紧缩超预期、银行风险进一步扩散。

内容目录

1. 银行风波接踵而至	3
1.1. 美国硅谷银行事件拉开市场对于银行体系担忧的“序幕”	3
1.2. 瑞士信贷风波进一步加剧全球银行稳定性担忧	3
2. 硅谷银行事件与瑞信风波的“异”与“同”	3
2.1. 从银行自身视角寻找差异	3
2.2. 从起因来看两起银行风险事件	5
2.2.1. 硅谷银行事件不仅是因为加息	5
2.2.2. 瑞士信贷风波源于其自身经营缺陷	7
2.3. 事件发生后，监管迅速介入	8
3. 银行风波后续影响	8
3.1. 美联储会就此转向吗？	8
3.2. 欧央行加息进程仍在持续	11
4. 对于资产价格的影响	12

图表目录

图 1：硅谷银行主营业务	4
图 2：瑞士信贷主营业务	5
图 3：SVB 资产端结构（%）	6
图 4：SVB 负债端结构（%）	6
图 5：2022 年末硅谷银行存款结构：主要以活期存款为主	7
图 6：硅谷银行持有较多长久期资产（2022 年）	7
图 7：美国通胀呈下行趋势（%）	9
图 8：核心通胀环比仍在上行（%）	9
图 9：2023 年 3 月美联储点阵图预测	9
图 10：2022 年 12 月美联储点阵图预测	9
图 11：2022 年末硅谷银行与美国所有银行、三大头部银行资产端结构对比	10
图 12：2022 年末硅谷银行与美国所有银行、三大头部银行负债端结构对比	10
图 13：欧元区通胀尚未出现明显拐点（%）	12
表 1 欧央行经济数据预测	11

近期，全球市场风险事件增多，继美国硅谷银行事件后，瑞信风波再起，引发了市场对于银行体系稳定性的担忧。

本文就银行风险事件是否会继续扩散从而引发系统性风险？美联储和欧央行加息进程将如何？各类资产将如何表现？等问题进行深入分析和探讨。

1. 银行风波接踵而至

1.1. 美国硅谷银行事件拉开市场对于银行体系担忧的“序幕”

美国硅谷银行（SVB）于北京时间 2023 年 3 月 10 日公告了一系列的战略更新，包括 1) 出售 210 亿美元可供出售证券投资，这一举动会导致税后 18 亿美元的亏损；2) 宣布出售 12.5 亿美元的普通股和 5 亿美元的可转换优先股证券，以应对亏损，并为银行提供流动性支持；3) 增加债权融资，并锁定融资成本，将定期借款规模由 2022 年末的 150 亿美元增加至 300 亿美元。北京时间 3 月 11 日，美国加州监管机构宣布，硅谷银行因“流动性不足与资不抵债”被联邦存款保险公司（FDIC）接管，同时开始安排后续存款偿付计划。SVB 破产引发了市场对于银行体系稳定性的担忧。

尽管美联储及时出手救助，并承诺纳税人不会承担有关硅谷银行事件的任何损失，市场对于美国银行爆发系统性风险的担忧情绪有所缓解，但硅谷银行事件的“余震”仍在向其他美国银行传导，一周内又有另外两家银行的风险逐步显现，3 月 12 日美国监管机构以“系统性风险”为由，宣布关闭签名银行（Signature Bank），此外第一共和银行也出现由于流动性紧缺导致储户存款取不出、取款慢的问题。

1.2. 瑞士信贷风波进一步加剧全球银行稳定性担忧

随着银行事件继续发酵，波及范围进一步扩大至全球，再加上瑞士信贷风波给市场又添一记重击，市场对于银行体系潜在风险的担忧情绪愈发明显。3 月 14 日，瑞士信贷集团在发布的年度报告中称 2022 年和 2021 年财报存在“重大缺陷”，主要与风险评估流程等内部控制的缺陷有关，且在 2022 财年全年净亏损近 80 亿美元。3 月 15 日，瑞信最大的股东沙特国家银行表示，因受监管方面的限制，无法向瑞信提供更多救助资金，市场对于瑞信出现流动性不足风险的担忧增强，随即瑞信的五年期信用违约互换(CDS)飙升至 574 BP，创下历史新高，一年期 CDS 报价则接近 1000BP，已达到德意志银行、瑞银等欧洲同水平银行的 10 倍以上。

在美国硅谷银行事件和瑞士信贷风险“共振”作用下，市场对于海外银行体系稳定性的担忧与日俱增，也加剧了全球衰退预期。

2. 硅谷银行事件与瑞信风波的“异”与“同”

对比硅谷银行和瑞士信贷事件，近期发生的两起银行风险事件既有相似，又有差异。

2.1. 从银行自身视角寻找差异

从银行自身的视角来看，硅谷银行在体量、主营业务、主要客户等方面均与瑞士信贷存在差异。

硅谷银行于 1983 年创立，相比传统银行业，SVB 的主营业务具有高成长性、高盈利的特征，具体来看，其两大主营业务是为私募股权及风险投资（PE/VC）提供资本催缴信贷以及为初创企业提供信用贷款。硅谷银行作为美国服务创投圈的专业性银行，迄今已为 3 万多家科技初创公

司提供了融资,SVB的客户主要以科学技术、生命科学、医疗保健、私募股权及风险投资(PE/VC)等科技初创领域的企业为主。

图 1: 硅谷银行主营业务

<p>Silicon Valley Bank (硅谷银行)</p> <p>商业银行服务于美国境内的客户, 以及主要国际创新市场中的非美国客户, 主要包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 提供全方位的信贷解决方案 • 提供全球资金管理服务 • 提供外汇和贸易融资产品和服务 • 提供贸易融资产品 • 提供各种投资服务和解决方案 <p>全球基金银行部为全球私募股权和风险投资客户提供银行产品和服务</p>	<p>SVB Private (SVB私人银行)</p> <p>私人银行部门主要服务于PE/VC、创新企业高管、收购Boston Private获得的高净值客户和优质葡萄酒客户</p> <ul style="list-style-type: none"> • 为私人财富管理和私人银行服务提供定制方法, 以及基于规划的财务策略、财富管理、家族办公室、财务规划、税务规划和信托服务 • 提供存款账户产品和服务, 帮助私人银行客户满足现金管理需求 • 覆盖Boston Private 的私人业务、商业地产和非营利性商业贷款和银行业务
<p>SVB Capital (SVB资本)</p> <p>风险投资和信贷投资部门, 主要专注于基金管理</p> <ul style="list-style-type: none"> • SVB Capital代表第三方有限合伙投资者管理超过 95 亿美元的资金 • SVB Capital系列基金由集合投资工具组成, 例如投资于公司的直接风险基金和投资于其他风险投资基金的基金中的基金, 以及提供贷款和其他融资解决方案的债务基金。 • 主要通过投资回报(包括附带权益)和管理费为公司创造收入 	<p>SVB Securies (SVB证券)</p> <p>专注于经济创新的投资银行, 为医疗保健和技术行业提供投资银行服务。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 提供对360多家医疗保健和科技公司的股票研究 • 专注于融资、并购咨询、结构性融资、股票研究以及销售和交易方面的业务

资料来源: SVB 年报, 华宝证券研究创新部

虽然硅谷银行作为美国初创领域的重要商业银行, 但其体量尚未达到系统重要性金融机构的认定门槛。根据硅谷银行 2022 年年报显示, 截至 2022 年底其总资产为 2117.93 亿美元, 低于 2500 亿美元的门槛, 所以硅谷银行被归为中小型银行。

然而, 瑞士信贷作为全球 30 家系统性重要银行之一, 其体量更大, 业务范围更广, 是“大而不能倒”的金融机构之一。

从瑞士信贷的规模上来看, 即便经历大量资金外流和连续亏损, 其规模也远大于硅谷银行, 根据瑞信年报显示, 其总资产规模在 2022 年底为 5313.58 亿瑞士法郎(约 5758 亿美元)。除了体量大以外, 瑞信的业务范围也是硅谷银行无法比拟的。瑞信作为瑞士第二大银行, 受益于瑞士“永久中立国”的特殊性, 瑞士信贷的业务已经遍布全球 50 多个国家, 且涉及的业务领域较广, 主要包括商业银行基础业务、投资银行业务、财富管理、资产管理四个方向。

从各个维度来看, 瑞士信贷的影响范围和程度也都较硅谷银行更广, 即“大而不能倒”。如果瑞信面临破产危机, 可能会引发连锁反应, 对整个金融体系造成严重冲击, 甚至有引发全球性金融危机的风险。

图 2：瑞士信贷主营业务



资料来源：Credit Suisse 年报，华宝证券研究创新部

2.2. 从起因来看两起银行风险事件

2.2.1. 硅谷银行事件不仅是因为加息

硅谷银行的破产危机不仅是因为加息，而是由监管环境宽松、其资产和负债端的严重期限错配、以及快速加息带来的负反馈等多重因素叠加所引发：

1) 特朗普时期金融监管放松，许多中小银行在快速扩张的同时也埋下了潜在风险。

美国金融监管在过去十年中经历了从强化到放松的过程。2008 年金融危机爆发后，银行等金融机构之间发生明显的挤兑事件，奥巴马政府开始对金融业进行严格监管，促使金融监管改革，出台了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》以及极为严格的沃尔克规则，对“系统重要性”大银行出台更严格的要求。但自特朗普上任后，逐步开始放松对于金融机构的监管。2018 年 5 月特朗普正式签署实施《经济增长、放松监管和消费者保护法案》(Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act, 简称《放松监管法案》)，其中第 401 条款放松了《多德-弗兰克法案》规定的特定银行控股公司和受美联储监管的非银行金融机构的审慎监管标准，对系统重要性金融机构的认定门槛从合并资产 500 亿美元以上大幅提高至 2500 亿美元以上，资产低于该门槛的“中小”银行不仅免于定期开展流动性压力测试，同时监管压力测试场景数量、压力测试频率等方面也有所下调。美国金融监管的放松使得多数中小银行出现流动性风险管理的缺陷。

2) 硅谷银行的资产和负债存在较为严重的期限错配问题。

从新冠疫情开始，美联储为维稳经济投放了大量流动性，科创企业也获得了大量资金，并存于硅谷银行。据 SVB 年报显示，其负债端的存款从 2019 年底的 618 亿美元大幅上升至 2022 年底的 1731 亿美元。同样的，SVB 资产端可使用的资金也出现大幅上升，但是因为硅谷银行的贷款业务相对偏弱，再加上美国流动性极其宽裕的情况下，贷款难度明显提升，自 2020 年以来，SVB 资产端贷款的占比出现明显下降。而如果把这笔钱放在美联储的准备金账户上，年化收益率非常低，所以 SVB 将大量存款用于购买久期较长的美国国债与抵押贷款支持证券(MBS)，也就是短债长投。

银行经营模式本身就存在期限错配的特征，商业银行通过符合监管要求的流动性管理方法，合理安排资产的期限分布，以在有能力应对正常取款需求的情况下，尽可能获取到更大的利息收益。然而硅谷银行的期限错配问题却十分严重，其负债端 66%的存款为活期存款（包括 47%无

息存款和 19%付息活期存款)。而硅谷银行把资产端大部分资金投资于长久期的资产, 根据硅谷银行年报显示, 截至 2022 年底, SVB 拥有 1200 亿美元的证券投资, 包括持有至到期投资 (HTM) 中的 913.21 亿美元的抵押贷款支持证券 (MBS) 组合。

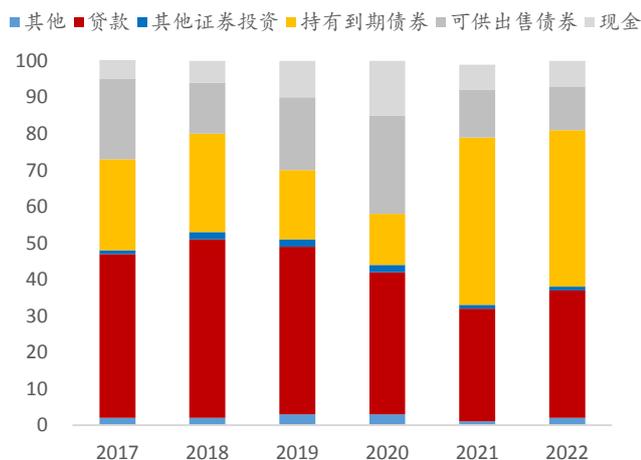
3) 2022 年美联储快速加息进程开始, 促使硅谷银行流动性问题暴露。

通常来说, 加息对于正常经营的银行来说并非坏事。在加息过程中, 银行资产端的收益和负债端成本会同时提升, 但因为新发放的贷款以及新购入的资产会快速重新定价, 而银行负债端的成本提升相对更慢, 所以利差收益率通常提升。

对于硅谷银行而言, 多重问题的连锁反应, 促使其流动性风险快速暴露。在美联储快速加息的背景下, 硅谷银行的主要客户——美国科技公司出现了融资困难的情况, 所以当这些对流动性有较大依赖性的科创企业消耗完所持现金后, 取现需求激增。同时, 利率上升后, 货币基金收益率也随之上升, 会出现部分储户从银行取款并投资向货币基金市场的情况, 也会提升取款需求。

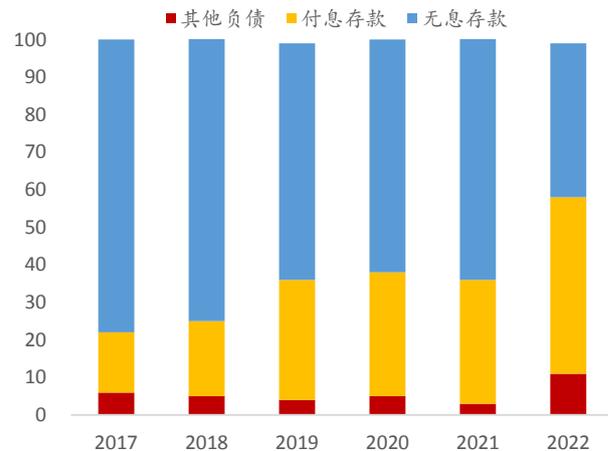
与此同时, 硅谷银行持有的大量债券资产价格会随着利率的提升大幅降低, 当流动性挤兑迫使其低价抛售大量债券类资产时, 账面浮亏转为真实亏损, 侵蚀了资本金。抛售行为也让市场意识到 SVB 或许存在较大流动性问题, 也加剧了市场对硅谷银行资不抵债的担忧, 并导致了更为严重的挤兑的行为, 形成严重的负反馈。在市场恐慌情绪蔓延下, 硅谷银行已经难以再通过变卖资产来弥补流动性缺口, 所以在 3 月 11 日, 硅谷银行宣布破产。

图 3: SVB 资产端结构 (%)



资料来源: SVB 年报, 华宝证券研究创新部

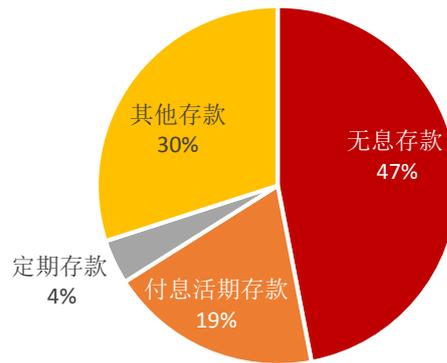
图 4: SVB 负债端结构 (%)



资料来源: SVB 年报, 华宝证券研究创新部

注: 其中无息存款和部分付息存款为活期存款

图 5：2022 年末硅谷银行存款结构：主要以活期存款为主



资料来源：SVB 年报，华宝证券研究创新部

图 6：硅谷银行持有较多长久期资产（2022 年）

(Dollars in millions, except par value and share data)	December 31,	
	2022	2021
Assets		
Cash and cash equivalents	\$ 13,803	\$ 14,586
Available-for-sale securities, at fair value (cost of \$28,602 and \$27,370, respectively, including \$530 and \$61 pledged as collateral, respectively)	26,069	27,221
Held-to-maturity securities, at amortized cost and net of allowance for credit losses of \$6 and \$7 (fair value of \$76,169 and \$97,227, respectively)	91,321	98,195
Non-marketable and other equity securities	2,664	2,543
Total investment securities	120,054	127,959
Loans, amortized cost	74,250	66,276
Allowance for credit losses: loans	(636)	(422)
Net loans	73,614	65,854
Premises and equipment, net of accumulated depreciation and amortization	394	270
Goodwill	375	375
Other intangible assets, net	136	160
Lease right-of-use assets	335	313
Accrued interest receivable and other assets	3,082	1,791
Total assets	\$ 211,793	\$ 211,308

资料来源：SVB 年报，华宝证券研究创新部

总的来说，金融监管放松叠加美联储“大放水”，为美国中小银行的快速扩张提供良好的环境。而对于流动性风险管理的忽视所造成的严重期限错配，将美国银行机构一步步推向危机的漩涡中。值得注意的是，虽然监管放松引发的问题并非个例，但硅谷银行事件具有特殊性，如硅谷银行这样存在多重风险的银行较少，风险的扩散可能相对有限。

2.2.2. 瑞士信贷风波源于其自身经营缺陷

当乌云笼罩在全球金融市场上，市场对银行体系的担忧情绪不断蔓延。在这个时候，瑞士信贷公布的年报使市场认为瑞信存在严重的流动性风险，而其最大股东以合规为由拒绝进一步增资无疑成为“压死骆驼的最后一根稻草”。消息一出瑞信股价当天下挫超 30%，市场对于瑞信重演硅谷银行暴雷的恐慌情绪愈发严重。

不过，相较于快速加息下出现的流动性风险，瑞信的风险更多是因为其内部经营策略和风险管理存在严重缺陷。近几年来，瑞士信贷一直是欧洲银行业里问题最多的一家银行，从 2021 年 3 月份开始，瑞信就不断出现财务损失以及丑闻，先是瑞信与韩国对冲基金经理合作的家族投资基金 Archegos Capital 出现爆仓，巨额亏损 54 亿美元，也创下了“历史上最大单日亏损”的记录。“祸不单行”，在 Archegos Capital 破产后不久，瑞信的另一重要客户 Greensill Capital 也宣布破产，使瑞信的亏损超 200 亿美元，也因此陷入债务危机。而 2022 年，英国养老金危机和国债抛售事件发生时，瑞信 CDS 大幅抬升至 2008 年金融危机以来最高水平，一度被市场认为其面临破产危机。

瑞信风波的本质是因为经营和投资策略方面的缺陷导致的连续巨额亏损，并引发市场对于瑞信的资本金不足以及出现流动性风险的担忧。从目前情况来看，暂未有其他系统重要性银行出现瑞信这类情况，瑞信危机或许很难像硅谷银行那样引发同类银行挤兑风险扩散。

2.3. 事件发生后，监管迅速介入

SVB 和瑞信事件发生后，监管介入的速度明显快于 2008 年雷曼兄弟破产时期，在一定程度上缓解了市场的恐慌情绪。

硅谷银行事件发生两天后，于美东时间 3 月 10 日，美国联邦存款保险公司（FDIC）发布声明接管硅谷银行，25 万美元以下的存款受到存款保险保障。不过，截至 2022 年 12 月底，硅谷银行约有 87% 的存款没有保险。美东时间 3 月 12 日，美国财政部、美联储、联邦存款保险公司（FDIC）发表联合声明，宣布对硅谷银行倒闭事件采取行动，并于 3 月 13 日（周一）开始，硅谷银行储户可以支取所有的资金，与硅谷银行破产有关的任何损失都不会由纳税人承担。同时，美联储紧急创建 BTFP（银行期限资金计划），向符合条件的储蓄机构提供额外资金，以确保银行有能力满足所有储户的需求。

美联储此次快速出手主要是因为：

- 一、履行金融稳定职责，预防恐慌情绪扩散所引发的挤兑事件。除硅谷银行外，仍有较多美国中小银行面临流动性问题。如果美联储没有在硅谷银行破产后及时出手，将引发市场恐慌，造成严重挤兑效应，可能还会有其他存在类似流动性管理风险问题的中小银行陆续暴露。
- 二、降低对于实体企业的冲击。硅谷银行的大多数客户为科创企业，而在过去一段时间里，美国科技互联网行业的景气度已经呈下降趋势。如果再出现流动性危机，会进一步加剧对于这些科技行业的冲击，或造成多数科创企业出现无法兑付工资、加大裁员力度等问题。

同样，瑞信风波出现后，监管也立即介入。相比硅谷银行危机，瑞信如果出现危机可能会酿成严重的全球系统性风险。所以在瑞信股价大跌的当日（3 月 15 日），瑞士政府于美股开盘前发布声明称将在必要的时候向瑞信提供流动性支持，并于美股盘后再次表示向瑞信提供 500 亿瑞郎的流动性支持。其他全球主要金融监管机构也开始行动，如欧央行问询欧洲主要银行对瑞信的风险敞口问题，美国财政部着手评估瑞信的系统性风险。美国时间 3 月 19 日，在瑞士政府的推动下，瑞信和瑞银集团达成协议，瑞银将以每股 0.76 瑞郎、总价 30 亿瑞士法郎全股票形式收购瑞信。同时，瑞士央行宣布将向瑞银提供 90 亿瑞士法郎的担保，以稳定交易完成前的市场状况。

3. 银行风波后续影响

在美联储和欧央行快速加息的进程中，银行风波使得原本逐渐清晰的加息路径再次模糊。

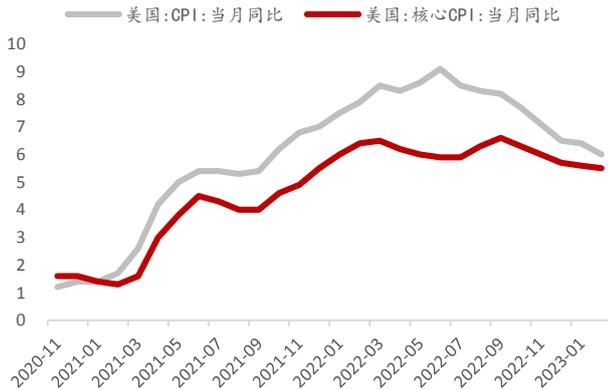
3.1. 美联储会就此转向吗？

近期美国硅谷银行、签名银行相继倒闭并被监管接手，第一共和银行出现流动性危机，叠加瑞信被瑞银收购，导致全球金融市场出现剧烈震荡，市场避险情绪明显抬升，COMEX 金价格从 3 月 10 日到 3 月 21 日上涨 5.2%。

美联储 3 月议息会议加息 25BP，符合市场预期，且市场多数认为美联储加息已经接近终点，并计价美联储 7 月开始就会降息。

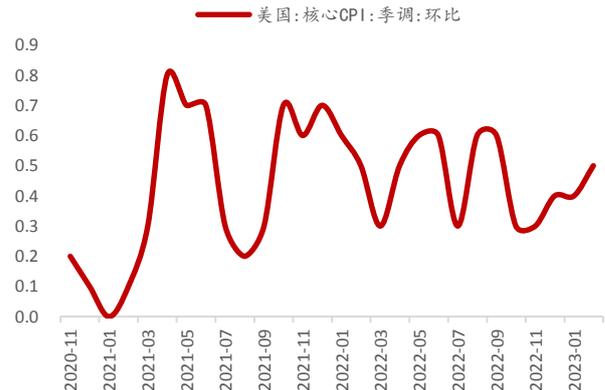
但是市场似乎忽略了美国核心通胀的环比仍在上行，2月美国核心CPI季调环比增0.5%，高于前值的0.4%及市场预期0.4%，环比增速已连续三个月上升。此外，虽然通胀在下行，但美国目前的实际利率仍是负的，美联储抗通胀的目标尚未达成。同时，也需要注意，虽然美联储点阵图暗示本轮加息进程即将结束，但不代表美联储的转向。决议声明中美联储表示将“持续加息可能是合适”的表述修改为“一些额外的政策收紧可能是适当的”，可能表明了虽然当前硅谷银行风险有限，但担忧情绪可能会造成信贷紧缩，信贷紧缩和持续加息的政策效果是同向的，存在替代作用，所以不再预期持续加息。不过美联储在决议声明删除了“通胀有所缓和”的措辞，加上鲍威尔在新闻发布会中表示“如有必要，美联储将超预期加息，维护市场对美联储的信心非常重要”，可以看出当前抗通胀仍是美联储关注的重点。

图7：美国通胀呈下行趋势（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

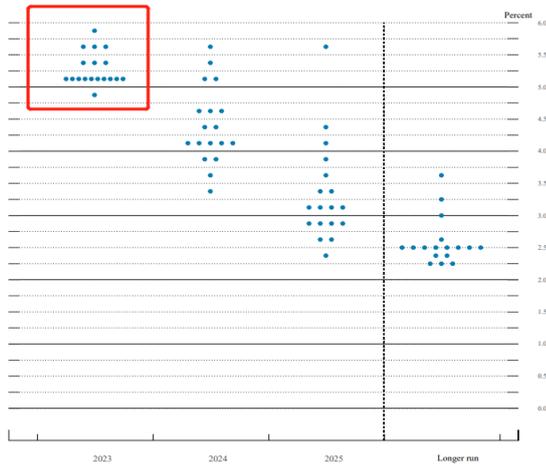
图8：核心通胀环比仍在上行（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图9：2023年3月美联储点阵图预测

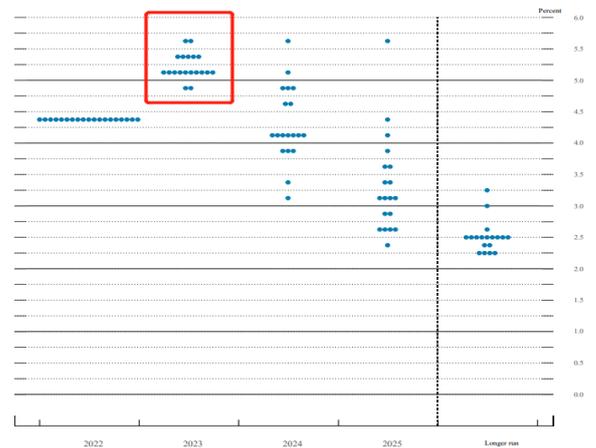
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图10：2022年12月美联储点阵图预测

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

当前美国货币政策路径又面临“十字路口”，主要矛盾点在于美联储此前寻求的“软着陆”抗通胀路径越来越难以实现，当必须做出选择时，美联储会向“防风险”还是“抗通胀”倾斜。影响美联储决定的关键因素之一就是这几起银行风波是否会引发系统性风险，从以下几个方面来看：

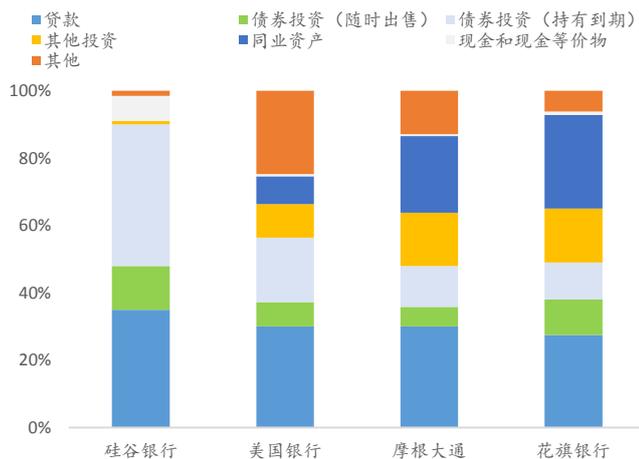
1) 虽然部分美国中小银行存在流动性风险管理的缺失，但美国系统重要性银行相对稳定。

虽然硅谷银行事件具有特殊性，但在硅谷银行事件发生后，担忧情绪开始蔓延，签名银行、第一共和银行相继出现流动性问题，体现出在监管放松后、中小型银行快速扩张的过程中，对

于流动性风险管理的缺失，使部分中小银行或存在流动性风险。

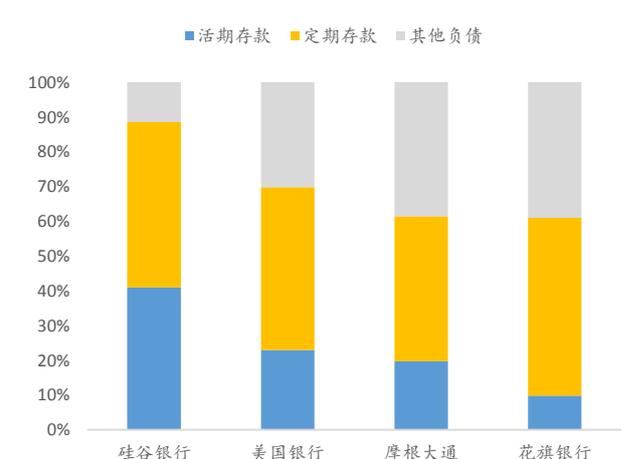
不过美国系统重要性银行未出现流动性风险，市场对于其担忧较小。根据美国三家头部银行（美国银行、摩根大通、花旗银行）的资产端结构和负债端结构来看，整体财务状况保持健康，未有明显流动性风险。此外，在 2008 年金融危机后，对于金融机构监管趋严，尤其是对于系统重要性银行的监管，再加上《巴塞尔协议 III》的规定，全球商业银行的一级资本充足率下限将从现行的 4% 上调至 6%，由普通股构成的“核心”一级资本占银行风险资产的下限将从现行的 2% 提高至 4.5%。同时，需设立“资本防护缓冲资金”，总额不得低于银行风险资产的 2.5%，所以美国系统重要性银行相对稳定。

图 11：2022 年末硅谷银行与美国所有银行、三大头部银行资产端结构对比



资料来源：美国联邦存款保险公司、硅谷银行年报、美国银行年报、摩根大通年报、花旗银行年报，华宝证券研究创新部

图 12：2022 年末硅谷银行与美国所有银行、三大头部银行负债端结构对比



资料来源：美国联邦存款保险公司、硅谷银行年报、美国银行年报、摩根大通年报、花旗银行年报，华宝证券研究创新部

2) 监管的快速介入，在一定程度上预防了银行风险的外溢。

无论是硅谷银行还是瑞士信贷事件，监管部门介入的速度均明显快于 2008 年雷曼兄弟破产时期，同时在短期内出具解决方案。除了 FDIC 迅速接管硅谷银行，并承诺纳税人不会承担相关的任何损失外，美联储还出台了规模为 250 亿美元的银行定期融资计划 (BTFP)，向所有美国联邦保险存款机构提供最长一年的贷款。允许银行通过抵押美国国债、抵押贷款支持债券和其他债务，以一年期隔夜指数掉期利率加 10 个基点的利率借入资金来满足客户的取款要求，缓解机构在特殊时期亏本出售债券的压力。监管部门的迅速反应也为市场提供了一定信心，反映出监管想尽快控制住风险扩散的态度。

总的来看，银行体系的风险暴露或更多存在于中小银行中，可能会出现部分储户将资产由中小型银行向大型银行转移的现象。但对于大型银行的影响较小，目前来看美国爆发系统性风险的概率较低。

从“抗通胀”的角度来看，一方面是作为美联储重点观测指标的核心通胀仍处高位，且环比仍呈上行趋势。而美联储多次传达出抗通胀的决心，美联储主席鲍威尔在此前的讲话中也不止一次提到要吸取历史经验，也反复提到利率需要保持“限制性水平”。所以“抗通胀”仍将作为 2023 年美联储的重要目标。另一方面，此次监管快速介入，并设立 BTFP 为银行提供更多流动性支持，也能看出美国监管部门和美联储希望在最快速度缓和风险，为“抗通胀”提供更多空间。所以美联储就此转向的概率较低，后续美联储或在短期较偏向于“防风险”，使得放缓加息速度，但长期仍将坚持“抗通胀”的目标。

3.2. 欧央行加息进程仍在持续

瑞信风波下，欧央行3月如期加息50BP，加息力度并未受到银行风险影响而放缓。不过此次的议息会议出现几个变化：

- 1) 未给出5月的加息指引，且强调数据依赖的重要性。同时指出欧央行对于市场紧张局面正密切关注着，在必要时将维护欧元区价格与金融方面的稳定。未来将根据未来经济与金融数据、通胀演绎、货币政策传导强度等因素决定未来政策利率。
- 2) 增加对于金融风险方面的表述，包括欧元区银行体系韧性强，资本充足、流动性好，以及欧央行的政策工具能够在需要时为欧元区金融体系提供充足流动性支持。
- 3) 下修2023年欧洲通胀预测的同时，上修核心通胀预测。体现出核心通胀或受到劳动力市场影响，下行速度或偏缓。

此外，欧央行行长拉加德在记者会上表示金融和实体两者并不存在取舍，对于通胀压力，欧央行将运用加息工具，而对于金融风险，欧央行随时准备使用流动性投放工具。

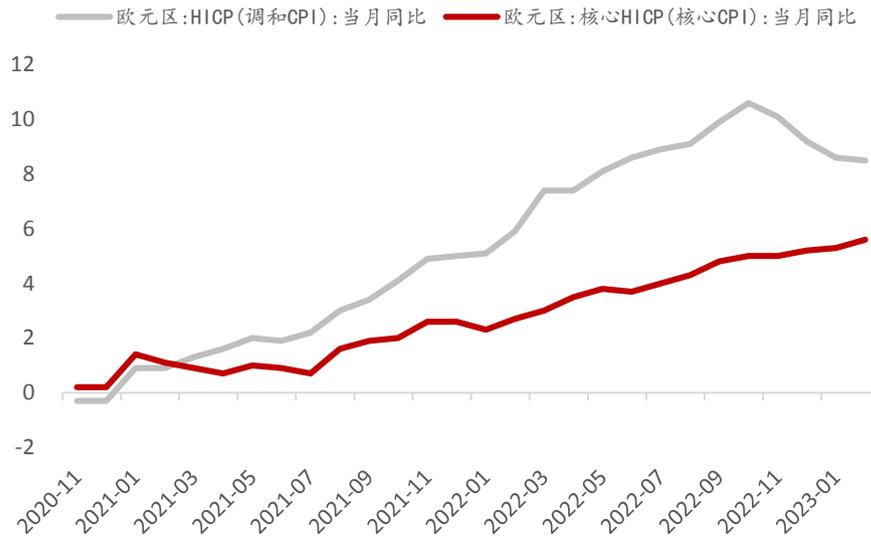
表1 欧央行经济数据预测

会议	2023年3月议息会议				2022年12月议息会议			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
同比 (%)								
实际 GDP	3.6	1	1.6	1.6	3.4	0.5	1.9	1.8
HICP	8.4	5.3	2.9	2.1	8.4	6.3	3.4	2.3
核心 HICP	3.9	4.6	2.5	2.2	3.9	4.2	2.8	2.4

资料来源：ECB，华宝证券研究创新部

总体看，欧洲通胀拐点尚未出现，控通胀对于欧央行来说仍是重中之重。同时，作为系统重要性银行的瑞士信贷因自身经营不善而出现危机，可能仅是“个例”，这种现象目前未出现在其他系统重要性银行中。再加上相较于美国中小型银行，欧洲多数银行风格相对保守，其资产相对健康、资本充足率较高，发生流动性风险概率偏低。不过还是需要留意发生尾部风险的可能性。后续欧央行加息或将进入“边走边看”模式，欧洲仍面临严峻通胀形势，如若短期没有超预期风险，5月欧央行将至少加25BP。

图 13: 欧元区通胀尚未出现明显拐点 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

4. 对于资产价格的影响

随着监管快速介入, 风险得到控制, 目前发生系统性风险的概率较低, 市场情绪出现一定改善。不过当前美国仍处高利率环境, 加上部分中小银行仍有出现危机的可能性, 市场对于银行体系稳定性的担忧犹存, 对于各类资产也会有一定影响。

对于美国资产, 美联储加息或接近尾声, 但降息路径尚不明确。美联储仍将抗通胀作为重要目标, 利率或将在高位维持较长时间。在此背景下, 由于加息空间明显下降, 美元指数上行空间有限, 美债或以宽幅震荡为主。同时还需要关注, 高利率环境下, 通胀尚未得到有效控制, 美国银行业风险已经开始暴露, 可能会使得后续经济下滑斜率更为陡峭, 后续经济衰退风险(概率、程度)将进一步提升, 美股波动性将有所增强, 甚至转为下跌。

对于新兴市场, 即使美联储加息即将结束, 但考虑到美国金融风险及衰退风险的影响, 利好也较为有限。

对于A股, 短期来看, 海外波动风险犹存, 全球避险情绪较高的情况下, 对A股形成小幅利空的风险。不过从中长期来看, 海外市场的震荡会增强中国资产的吸引力, 经济基本面修复情况仍然是A股的核心主线。

对于黄金价格, 海外衰退预期明显增强, 加上欧美银行体系风险暴露, 避险情绪明显升温, 黄金避险属性逐步凸显, 黄金具有较好配置价值。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。