

硅谷银行大跌事件点评

期限错配引发利率风险

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 陈俊良 021-60933163
证券分析师： 王剑 021-60875165
证券分析师： 田维韦 021-60875161

◆ 银行

chenjunliang@guosen.com.cn
wangjian@guosen.com.cn
tianweiwei@guosen.com.cn

◆ 投资评级：超配（维持评级）

执证编码：S0980519010001
 执证编码：S0980518070002
 执证编码：S0980520030002

事项：

3月9日美国硅谷银行股价大跌60%，引发市场关注。我们分析后认为，此次硅谷银行的问题在于其在流动性宽松时期大量吸收存款并配置长期限的债券资产，导致潜在的利率风险大幅增加，美联储加息使得问题暴露。我们认为硅谷银行问题大概率不会演变成更加广泛的危机事件，主要是因为公司的问题比较独立，几乎不存在与其他金融机构的交叉风险。对我国银行而言，更是没有什么直接影响。我们维持行业“超配”评级。个股方面，一是随着稳增长效果显现、私人部门经济复苏，建议关注与实体经济活动关联性强、以中小微民企为主要客群的小微银行，包括常熟银行、瑞丰银行、张家港行、苏农银行等；二是建议在估值底部布局未来业绩有望保持相对更快增长的标的，推荐宁波银行、成都银行等。

评论：

◆ 硅谷银行基本情况介绍：专注服务创投圈的特色银行

硅谷银行是按资产总额排序的美国第16大商业银行，其2022年末的并表资产总额2118亿美元（约合人民币1.5万亿元），是一家规模较大的银行。

从商业模式来看，硅谷银行是一家传统的商业银行，只是目标客群有别于其他商业银行，主要服务于PE/VC、高科技企业，以及这些企业的员工等高净值个人客户。从其2022年末的贷款结构来看，PE/VC机构是其主要的客户。

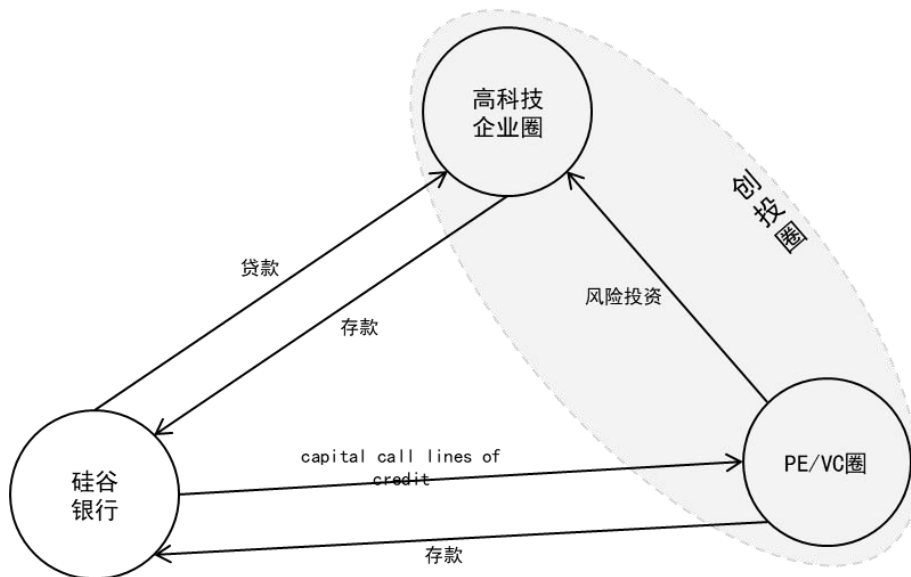
表1：2022年末硅谷银行的贷款结构

贷款领域	主要特点	余额（亿美元）	占比
Global fund banking	为PE/VC机构提供的贷款，主要是capital call lines of credit。这类贷款的偿还依赖于PE/VC所管基金产品的LP的后续资金投入	413	56%
Investor dependent	这类贷款主要给初创企业，其贷款偿还是依赖于企业本身的现金流，而是依赖于企业后续成功融资、被收购或者IPO	67	9%
Innovation C&I	给高新技术企业的贷款，贷款偿还依赖于企业的现金流或者抵质押品	86	12%
Private bank	给私人银行客户的贷款，一般以不动产作为抵押	105	14%
其他	-	72	10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

硅谷银行长期深耕PE/VC企业以及高科技企业领域，建立了稳固的优势。其资金以贷款形式投放给PE/VC企业、高科技企业和这些企业的员工，同时也从这些企业和员工处获得存款，因此它看起来像一家虚拟的“创投圈集团”的财务公司。

图1：硅谷银行看起来像一家虚拟的“创投圈集团”的财务公司



资料来源：国信证券经济研究所整理

◆ 硅谷银行问题根源：期限错配严重，加息导致问题暴露

疫情期间美联储放水，美国的 PE/VC 市场也快速扩张，给硅谷银行带来大量低息存款，硅谷银行的规模得以快速增长，其资产总额从 2019 年末的 710 亿美元增长到 2021 年末的 2115 亿美元，其中 2020 年同比增长 63%，2021 年同比增长 83%。

图2：美国 VC 机构的 AUM 在疫情后快速增长



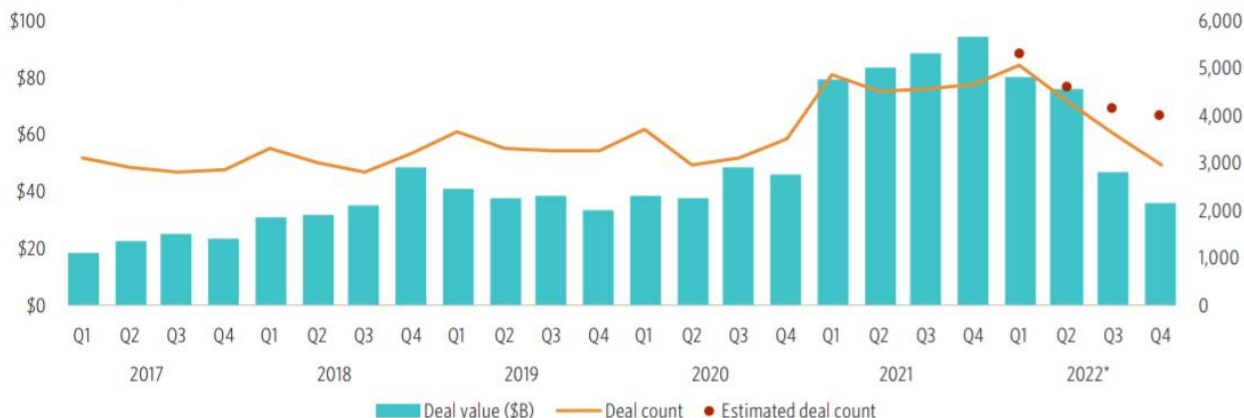
资料来源：NVCA，国信证券经济研究所整理

但是这一切在 2022 年完全逆转。随着 2022 年美联储进入加息周期，PE/VC 市场的流动性盛宴结束，硅谷银行也面临巨大压力。硅谷银行 2022 年总资产较年初仅增加了 3 亿美元，有息存款成本从 2021 年的 0.13% 大幅攀升到 2022 年的 1.13%。

图3: 美国 VC 市场在 2022 年迎来反转

Q4 deal count lowest of 2022

US VC deal activity by quarter



资料来源: NVCA, 国信证券经济研究所整理

更严重的是，硅谷银行在过去几年存款大幅增长的时候，用吸收进来的资金在资产端配置了大量长久期的持有至到期资产和可供出售资产，期限错配严重，面临巨大的利率风险。从硅谷银行持有至到期资产和可供出售资产的结构来看，主要是住房抵押证券相关产品，资产本身信用风险不大，但收益率很低，只有 1.6% 左右。这些资产久期很长，其中大约 80% 的金融资产剩余期限都在十年以上，利率风险很大。

表2: 硅谷银行 2019 到 2022 年资产增长情况 (亿美元)

	2019 年	2022 年	增量	增量结构
可供出售资产	140	260	120	9%
持有至到期资产	138	913	775	55%
贷款	331	742	411	29%
其他	101	203	102	7%
总资产	710	2118	1408	
无息存款	408	807	399	30%
有息存款	209	923	714	55%
其他负债	27	224	197	15%
总负债	644	1954	1310	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2022 年硅谷银行持有至到期资产的具体构成及收益率情况

(Dollars in millions)	Total	
	Net Carry Value	Weighted Average Yield
U.S. agency debentures	\$ 486	1.91 %
Residential MBS:		
Agency-issued MBS	57,705	1.56
Agency-issued CMO - fixed rate	10,461	1.48
Agency-issued CMO - variable rate	79	0.74
Agency-issued CMBS	14,471	1.63
Municipal bonds and notes	7,416	2.82
Corporate bonds	703	1.86
Total	\$ 91,321	1.66

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 2022 年硅谷银行可供出售资产的具体构成及收益率情况

(Dollars in millions)	Total	
	Carrying Value	Weighted Average Yield
U.S. Treasury securities	\$ 16,135	1.49 %
U.S. agency debentures	101	4.15
Foreign government debt securities	1,088	2.12
Residential MBS:		
Agency-issued MBS	6,603	1.54
Agency-issued CMO - fixed rate	678	1.33
Agency-issued CMBS	1,464	1.89
Total	\$ 26,069	1.56

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

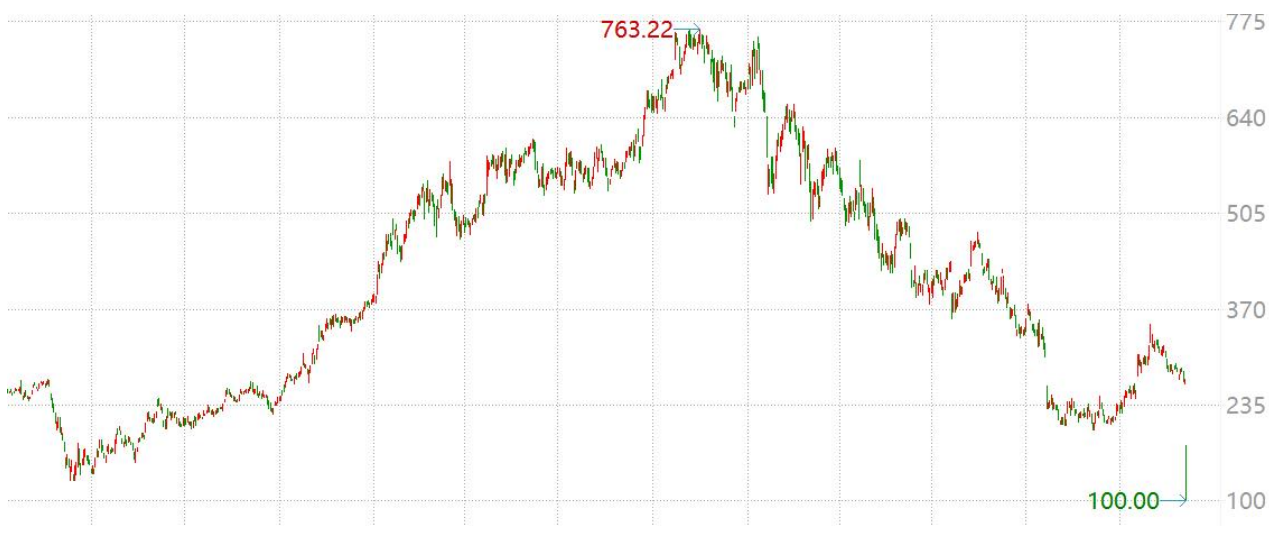
在美联储加息的背景下, 如果硅谷银行想稳住负债, 就只能高息揽存, 这会导致息差收窄, 挤压收入和利润空间; 如果不高息揽存, 则负债流失, 公司被迫出售资产偿还债务, 同样面临损失。硅谷银行实际上同时面临了这两个问题: 一是从存款利率来看, 2022 年有息存款付息率较 2021 年上升 100bps 至 1.13%; 二是从存款规模来看, 2022 年末存款余额较 2021 年末下降 8.5% 至 1731 亿美元, 其中无息存款更是减少 36% 至 808 亿美元。

◆ 股价暴跌: 公告出售资产凸显流动性压力

3 月 9 日硅谷银行股价暴跌 60%, 引发市场关注。其实在此之前, 硅谷银行的股价已经跌了很多。在 2020-2021 年快速扩张期间, 硅谷银行的股价突飞猛进, 复权股价从 2019 年底的 251 美元涨到 2021 年底的 678 美元,

但 2022 年以来大幅下跌，2023 年 3 月 8 日跌至 268 美元，已经回到 2019 年的水平。2023 年 3 月 9 日单日暴跌 60%至 106 美元。

图6: 2020 年至今硅谷银行前复权股价变动情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

此次暴跌起因是公司在 3 月 8 日盘后发布公告，称出售了几乎所有的可供出售资产来重塑资产负债表，且公司与主流评级公司沟通结果显示他们可能会下调公司评级并将展望调至负面，这使得公司的流动性压力变得更加明显。公司称已经出售完成 210 亿美元的可供出售资产，税后损失达 18 亿美元（硅谷银行 2022 年全年归母普通股净利润仅 15 亿美元）。考虑到其持有至到期资产的规模高达 913 亿美元，不仅规模远超可供出售资产，且久期更长，因此一旦存款人对公司丧失信心，则其面临的潜在的损失将非常大。

◆影响：大概率不会演变成更广泛的危机事件

总的来看，此次硅谷银行的问题在于其在流动性宽松时期大量吸收低成本存款，并配置了长期限的债券资产，导致潜在的利率风险大幅增加，美联储加息使得问题暴露。我们认为硅谷银行问题大概率不会演变成更加广泛的危机事件，主要是因为公司的问题比较独立，几乎不存在与其他金融机构的交叉风险。对我国银行而言，更是没有什么直接影响。

◆投资建议

银行基本面虽然继续承压，但当前低估值反映了市场的悲观预期，后续随着经济进入复苏通道，银行板块存在估值修复机会，维持行业“超配”评级。个股方面，一是随着稳增长效果显现、私人部门经济复苏，建议关注与实体经济活动关联性强、以中小微民企为主要客群的小微银行，包括常熟银行、瑞丰银行、张家港行、苏农银行等；二是建议在估值底部布局未来业绩有望保持相对更快增长的标的，推荐宁波银行、成都银行等。

◆风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。

相关研究报告：

- 《银行业 2023 年 3 月投资策略-关注经济复苏中的小微银行》 ——2023-03-07
- 《银行业点评-以史为鉴，出口下滑对江浙银行影响多大？》 ——2023-03-03
- 《《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评-细节调整有紧有松，整体影响不大》 ——2023-02-19
- 《经济复苏中的优质中小银行》 ——2023-02-19
- 《银行理财 2022 年年报点评-刚兑打破后的首份答卷》 ——2023-02-19

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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