2023年03月12日

标配

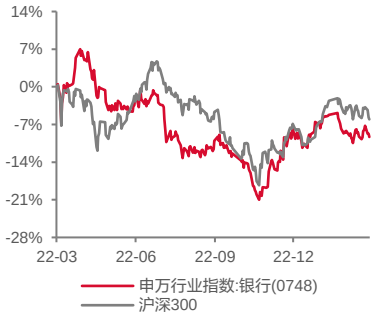
硅谷银行流动性危机启示：高增长考验成长型银行资产配置定力

——银行行业周报（2023/2/27-2023/3/12）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn



相关研究

1.经营韧性或主要受益于存量风险化解——银行行业周报（2023/2/13-2023/2/26）

2.住房贷款利率政策调整后的形势跟踪——银行行业周报（2023/1/30-2023/2/12）

3.中小银行业绩的四点边际变化——银行行业周报（2023/1/9-2023/1/29）

投资要点：

- **本周观察：**

硅谷银行(SVB)是一家面向创业型公司融资生态的专业银行，凭借多年杰出的经营成果，成为行业内中小银行差异化竞争的楷模。公司ROE持续高于美国银行业平均水平，在二级市场上长期享有估值溢价。2021年，得益于科技行业PE/VC业务繁荣，SVB实现综合性银行无法比拟的大规模扩张，但扩张过程中严重失衡的资产配置策略(大量配置流动性好、安全性高、收益率低的美国国债和MBS，资产结构因此发生重大改变)埋下流动性和利率风险隐患。2022年，随着利率水平上升，利率风险开始上升：一方面利息收入受到存款利率上升的挤压，另一方面持有债券未实现损失不断扩大，这些损失在迫于流动性压力被动卖出时会转化为真实损失。此外，SVB流动性压力也于2022年逐步上升：PE/VC行业景气度高位下降导致客户存款净流出，存款兑付持续消耗现金，最终不得已选择出售绝大部分可供出售债券。**相对利率风险，流动性风险上升对SVB的负面影响更大，这最终导致了本次流动性危机的发生。SVB流动性危机对成长性中小银行具有很强的警示意义：高增长阶段配置资产时，需要充分考虑各种极端因素对流动性的潜在影响。**

值得注意的是，当前SVB资产质量良好，不良贷款率处在历史低位，美国银行业贷款拖欠率也处在相对低位，这与2008年信用风险暴露引发金融危机时的情形明显不同。此外，SVB流动性危机有自身原因，短期资产快速扩张及严重失衡的资产配置在行业内罕见，且SVB客户主要为科技初创企业与PE/VC机构，同业交叉风险不大。再者，相比于2008年，当前美国银行业资本充足率更高，相应的风险补偿能力也更强。最后，SVB紧急融资失败后，美国金融监管部门的快速接管也极大程度阻断了风险进一步发酵。**以上因素意味着，SVB流动性危机具有较明显的特殊性，对系统性风险的指示意义较弱。**

- **行情跟踪：**2023/2/27-2023/3/10，银行（中信）指数-1.79%，沪深300指数-2.31%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别+2.13%、-3.28%、-3.08%、-1.31%。30个一级行业（中信）中，银行指数位居第10位。国有行表现靠前：邮储银行（+3.74%）、中信银行（+3.67%）、建设银行（+2.86%）、中国银行（+2.48%）、交通银行（+2.25%）表现前五。至2023/3/10，银行指数（中信）PE(TTM)为4.56倍，PB(MRQ)为0.54倍，均位于历史低位附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体PB(MRQ)为0.48倍，该估值水平隐含不良率为5.43%，较账面不良率高4.12个百分点。

- **银行业投资观点：**板块行情与宏观经济高度正相关，我们仍看好经济复苏下的后市表现。我们更看好收入端具有中高增长潜力（较快规模增长与较强息差韧性驱动、扎实资产质量保障）的中小银行，建议重点关注宁波银行、江苏银行、苏州银行、常熟银行。

- 风险提示：地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；宏观经济低迷触发连续降息；东部地区信贷需求明显转弱。

正文目录

1. 本周观察：高增长考验成长型银行资产配置定力 4
2. 行业投资观点：看好经济修复下的板块行情 8
3. 行情回顾：国有行表现靠前 8
4. 风险提示 11

图表目录

图 1 SVB 为科技、生命科学、医疗健康初创公司及 PE/VC 基金提供全周期银行服务 4
图 2 SVB 的 ROE 长期高于同业平均值，二级市场表现长期跑赢主要指数 4
图 3 2020-2021 年美国 PE/VC 投资规模剧增，SVB 金融集团存款规模随之快速扩张 5
图 4 2021 年以后，SVB 资产结构发生重大改变，债券投资占比快速上升 6
图 5 2021 年 SVB 买入大量 MBS 与美国国债，分别计入持有至到期债券与可供出售债券 6
图 6 2022 年下半年，SVB 负债平均成本率明显上升，不计息负债存款占比明显下降 7
图 7 2022 年末，SVB 不良贷款率仅为 0.18%，处于历史低位 8
图 8 区间行情跟踪（2023/2/27-2023/3/10） 9
图 9 银行板块估值跟踪（截至 2023/3/10） 10

1.本周观察：高增长考验成长型银行资产配置定力

中小银行差异化竞争模范：面向创业型公司融资生态的专业银行

硅谷银行（SVB）是一家专业银行，主要面向科技、生命科学、医疗卫生等领域初创公司及 PE/VC 基金开展银行信贷业务为主的综合金融服务，客户群体的行业集中度明显高于综合性银行。据公司公告，2022 年 SVB 面向近半数全美风投基金支持的科技公司和生命科学公司以及 44%全美风投基金支持的科技公司和医疗健康公司 IPO 项目提供银行服务。

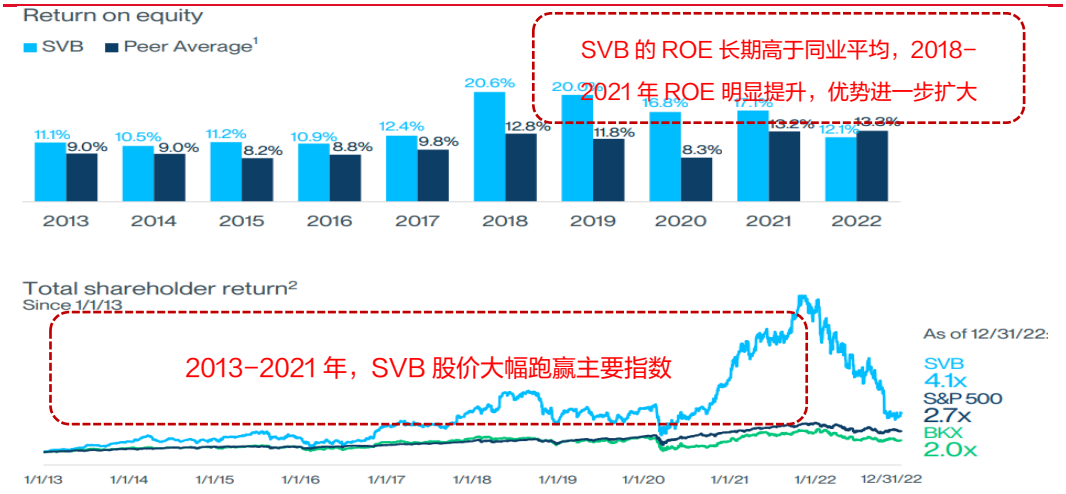
SVB 主要业务模式是为上述领域初创公司及其 PE/VC 机构的投融资活动提供贷款支持，当公司客户获得融资或 PE/VC 实现退出后，资金沉淀于 SVB 形成存款，这些存款一般以活期存款为主。2021 年 SVB 资产规模大扩张后，无息活期存款占比高达 67%。

图1 SVB 为科技、生命科学、医疗健康初创公司及 PE/VC 基金提供全周期银行服务

资料来源：公司公告、东海证券研究所。

上述业务模式的成功让 SVB 成为中小银行差异化竞争的楷模。公司 ROE 持续高于美国银行业平均水平，2018-2021 年 ROE 优势进一步扩大，在二级市场上长期享有估值溢价。

图2 SVB 的 ROE 长期高于同业平均值，二级市场表现长期跑赢主要指数



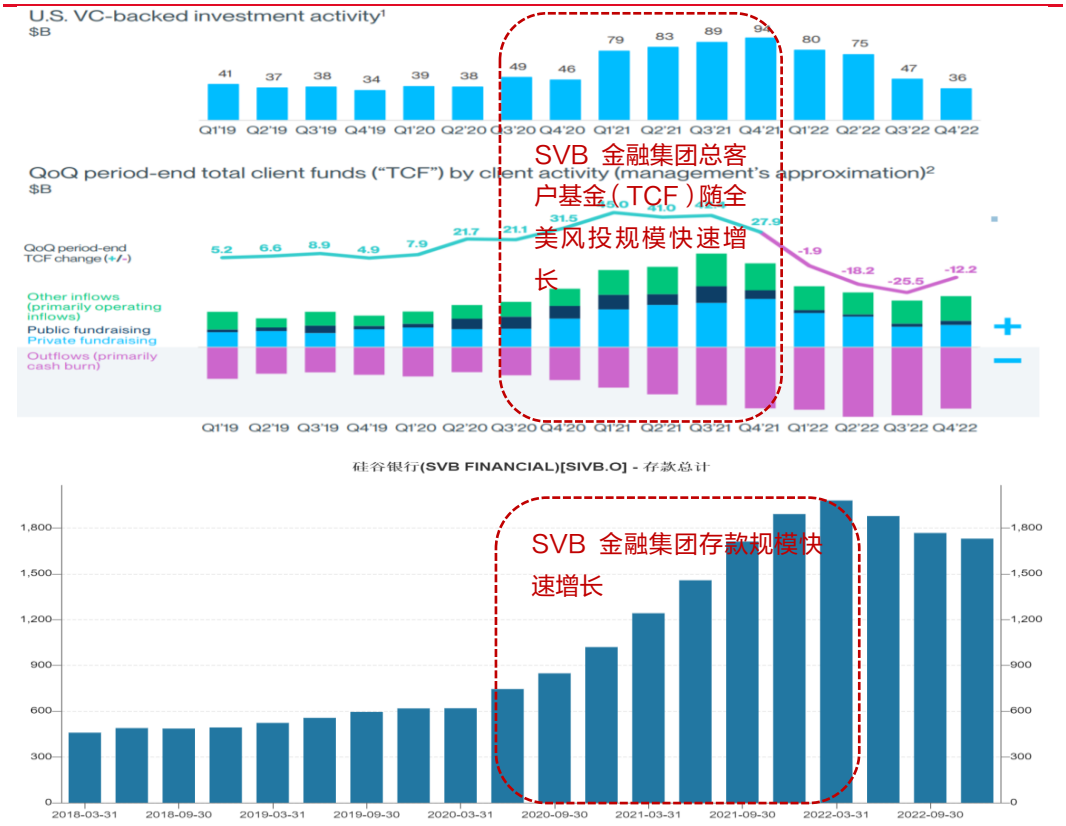
资料来源：公司公告、东海证券研究所。

规模短期快速扩张：PE/VC 业务繁荣带动存款规模短期内大幅扩张

得益于 PE/VC 业务繁荣(SVB 在 2021 年度报告中解释道:新增存款主要是来源于 2021 年上半年科技与医疗资产组合实现退出以及 2021 年全年私募基金业务的强劲增长），SVB 存款规模从约 600 亿美元（2020Q1）快速增长致 2000 亿美元（2022Q1）。

类似 SVB 的存款扩张速度几乎不可能发生于综合性银行，这体现了 SVB 差异化竞争带来的高成长性。一般而言，银行业存款增速与 M2 增速基本匹配，同期无论是摩根大通、富国银行、美国银行等多元化经营的头部银行，还是我国商业银行，存款增长均符合这一规律。

图3 2020-2021 年美国 PE/VC 投资规模剧增，SVB 金融集团存款规模随之快速扩张



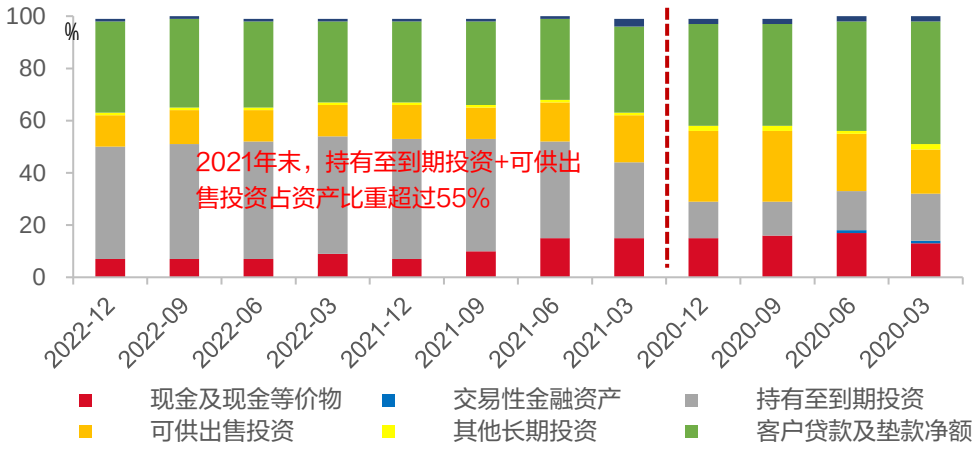
资料来源：SVB 金融集团公告、Wind、东海证券研究所。

资产配置明显失衡：持有至到期投资占比过高，埋下流动性风险和利率风险隐患

资产端，2021 年 SVB 贷款投放和证券投资均实现大幅增长。其中，债券投资规模增长明显更快，这直接导致 SVB 资产结构发生重大改变，2021 年以后持有至到期投资与可供出售投资占总资产超过 55%。债券投资中，持有至到期投资占总资产的比重接近 45%。

虽然美国银行业资产结构差异较大，但这一比例明显超过美国其他大中型银行。在我国，商业银行资产端以贷款为主，贷款占总资产的比重约为 58%，即使是债权投资占比较高的城商行，单一类型债权投资占比最高只有 25%左右。

图4 2021 年以后，SVB 资产结构发生重大改变，债券投资占比快速上升



资料来源：公司公告、东海证券研究所。

作为持有至到期投资占比大幅上升的对立面，流动性更强的资产：现金及等价物、可供出售金融资产占比明显下降，前者于 2021 下半年由 15%降至 7%，后者的下降贯穿 2021 全年，由 27%下降至 12%，这种资产结构的明显改变意味着资产端整体流动性变弱。

2021 年 SVB 购入债券大部分为 MBS（Mortgage Backed Securities,住房抵押贷款支持证券），少部分为美国国债。会计处理上，SVB 将大部分 MBS 划分为持有至到期债券（Held To Maturity），将美国国债划分为可供出售金融资产（Available For Sale）。前者以持有到期为目的，采用摊余成本法计量，债券价格涨跌不影响损益表，也不影响资产负债表。后者以市价计量，价格波动计入其他综合收益，不出售时不影响损益表。

鉴于两者均是低风险低收益且流动性较好的品种，SVB 选择配置 MBS 与美国国债的初衷可能是追求安全稳定收益，相应的会计处理则可使损益表免受债券市场波动影响。

图5 2021 年 SVB 买入大量 MBS 与美国国债，分别计入持有至到期债券与可供出售债券

(Dollars in millions)	December 31, 2021	2020
AFS securities, at fair value:		
U.S. Treasury securities	$ 5,850	$ 4,479
U.S. agency debentures	196	237
Foreign government debt securities	61	24
Residential MBS:		
Agency-issued MBS	8,589	13,503
Agency-issued CMO—fixed rate	982	8,107
Agency-issued CMBS	1,543	4,572
Total AFS securities	27,221	30,913
HTM securities, at amortized cost:		
U.S. agency debentures	609	402
Residential MBS:		
Agency-issued MBS	64,439	7,740
Agency-issued CMO—fixed rate	10,226	1,735
Agency-issued CMO—variable rate	100	137
Agency-issued CMBS	14,959	2,943
Municipal bonds and notes (1)	7,157	3,635
Corporate bonds (1)	712	—
Total HTM securities	98,202	16,592

2021 年，SVB 以可供出售方式持有的国债由 44.70 亿美元增加至 158.50 亿美元

2021 年，SVB 以持有至到期方式持有的 MBS 由 122.55 亿美元增加 897.24 亿美元

资料来源：公司公告、东海证券研究所。

久期策略上，SVB 将可供出售债券久期维持在 2 年左右以减轻债券价格波动对其他综合收益的影响，将持有至到期债券久期保持在 3-5 年以支撑投资收益率。2021 年末，SVB 债券投资加权平均久期为 4 年，其中可供出售债券为 2.4 年，持有至到期债券为 4.1 年。

上述久期策略实际上隐含了负债端与利率水平中期内保持稳定的假设。但若负债端稳定性和利率环境发生重大变化，则会产生流动性风险和利率风险。流动性风险：一般而言，活期存款占比高代表客户粘性强，是负债端稳定较好的标志之一，但 SVB2021 年活期存款大增主要受益于 PE/VC 业务繁荣，若客户后续存款支取大于流入，存款将面临减少压力，需要通过消耗准备金，加强揽储，拆入同业资金或处置可供出售金融资产等方式来应对。利率风险：所持债券投资收益率较低，且会计处理使其无法像贷款那样在利率上升时候通过重定价或再投放提升收益率，此外，利率上升会导致债券公允价值下降，产生未实现损失，被动出售时，未实现损失转变为实际损失，影响损益表。

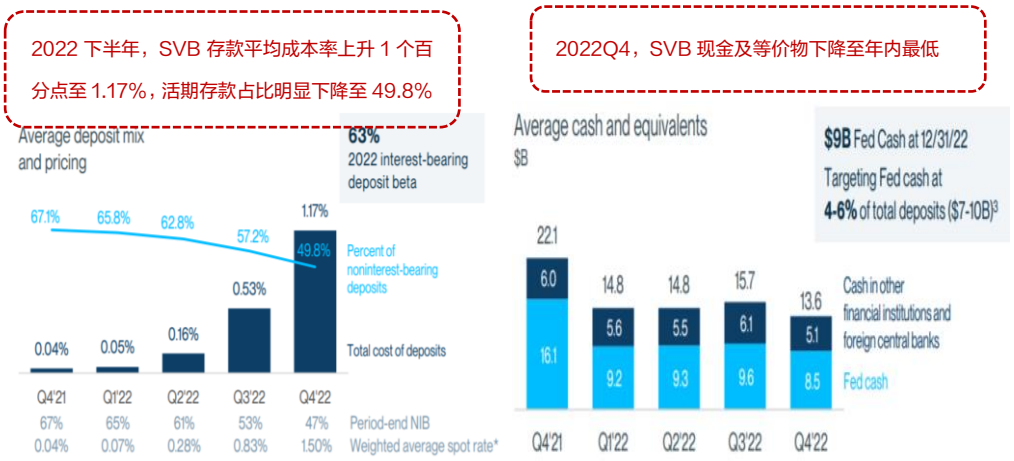
银行会根据市场环境适当调整资产配置策略，在债券市场强劲时向交易盘倾斜，在债券市场较弱时向配置盘和贷款倾斜，但原则上资产结构不会在短期内发生重大变化。在实践中，绝大部分银行短期内的资产配置策略不会像 SVB 那么极端。2020 年以来，摩根大通、富国银行、美国银行、花旗集团等大型银行资产结构虽有小幅变动，但大的比例结构非常稳定。

流动性风险逐步暴露：客户存款减少，前期极端资产配置策略弊端显现

2022 年，PE/VC 市场景气度高位下降，客户融资难度加大，加之研发运营支出刚性，客户存款账户支取大于流入。受此影响，SVB 存款规模从高位收缩，由 2022 年 Q1 末的 1981 亿美元，下降 250 亿美元至 2022 年末的 1731 亿美元（图 2 所示）。同期，存款兑付使得资产端现金等价物从 206 亿美元下降至 138 亿美元。

此外，SVB 利率风险也于 2022 年持续上升：存款成本率从低位上升，但资产端收益率受制于过高比例的持有至到期投资而难以随市场利率同幅提升，利息收入因此受到挤压。2022 年 Q4，SVB 单季度利息净收入由 2022 年 Q2-Q3 的 12 亿美元下降至 10 亿美元。

图6 2022 年下半年，SVB 负债平均成本率明显上升，不计息负债存款占比明显下降



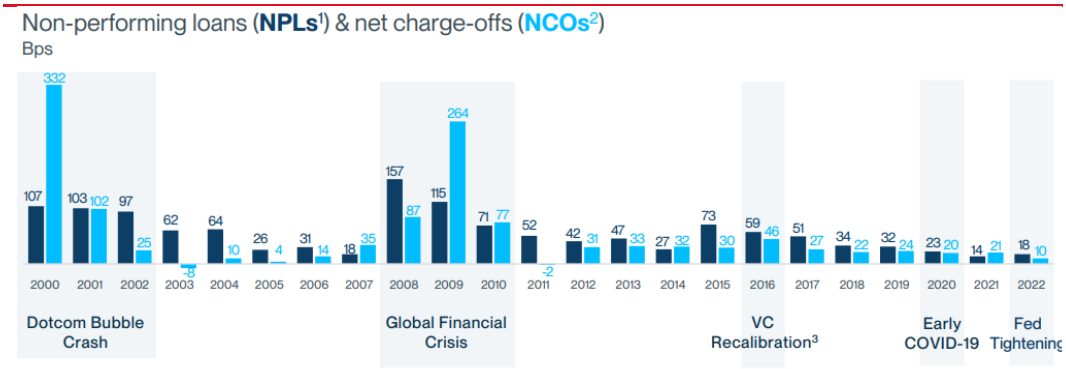
资料来源：公司公告、东海证券研究所。

对于 SVB 而言，流动性风险的负面冲击要比相对利率风险强得多。SVB 面临存款流出时，按照优先级，首先会动用现金及等价物兑付，其次是加强揽储，拆入同业资金或处置可供出售金融资产。3 月份以来，SVB 已面临要么高息揽储或拆入同业资金，要么出售可供出售资产的两难选择。按照此前 SVB 公告，公司选择出售绝大部分可供出售资产，从实际影响来看，这一操作将直接将 16 亿美元的未实现损失变为实际损失。相对这一笔损失，市场更担忧 SVB 这一无奈选择背后折射的流动性问题。若流动性压力进一步加大，极端情况下需要进一步处置持有至到期投资，这部分投资的账面价值为 913 亿美元，未实现损失为 163 亿元，规模比可供出售金融资产庞大得多。

值得注意的是，当前 SVB 资产质量良好，不良贷款率处在历史低位，美国银行业贷款拖欠率也处在相对低位，这与 2008 年信用风险暴露引发金融危机时的情形明显不同。此外，

SVB 流动性危机有自身原因，短期资产快速扩张及严重失衡的资产配置在行业内罕见，且 SVB 的客户主要为科技初创企业与 PE/VC 机构，同业交叉风险不大。再者，相比于 2008 年，当前美国银行业资本充足率更高，风险补偿能力也更强。最后，SVB 紧急融资失败后，美国金融监管部门的快速接管也极大程度阻断了风险进一步发酵。以上因素意味着，SVB 流动性危机具有明显的特殊性，对系统性风险的指示意义较弱。

图7 2022 年末，SVB 不良贷款率仅为 0.18%，处于历史低位



资料来源：公司公告、东海证券研究所。

2.行业投资观点：看好经济修复下的板块行情

结合中小银行业绩快报和银行业四季度监管指标来看，行业资产质量、利润增速均好于我们预期，彰显较强经营韧性。在息差下行与信用风险上升压力下，经营韧性或主要得益于 2017-2020 年较大力度的存量风险出清。近期商业金融资产风险分类与资本管理等两项重磅监管规定落地，或也能侧面印证近年行业风险化解的良好成效。

此外，我们注意到受政策影响较小的农商行、民营银行、外资银行净息差于 2022 年 Q4 回升，这增强了我们对行业净息差后势的信心。政策面来看，公开市场操作利率与 LPR 已连续 6 个月保持不变，客观上亦有利于银行业净息差尽早企稳。此种背景下，我们认为净息差后势较为明朗，一季度面临较大重定价压力，随后有望企稳。

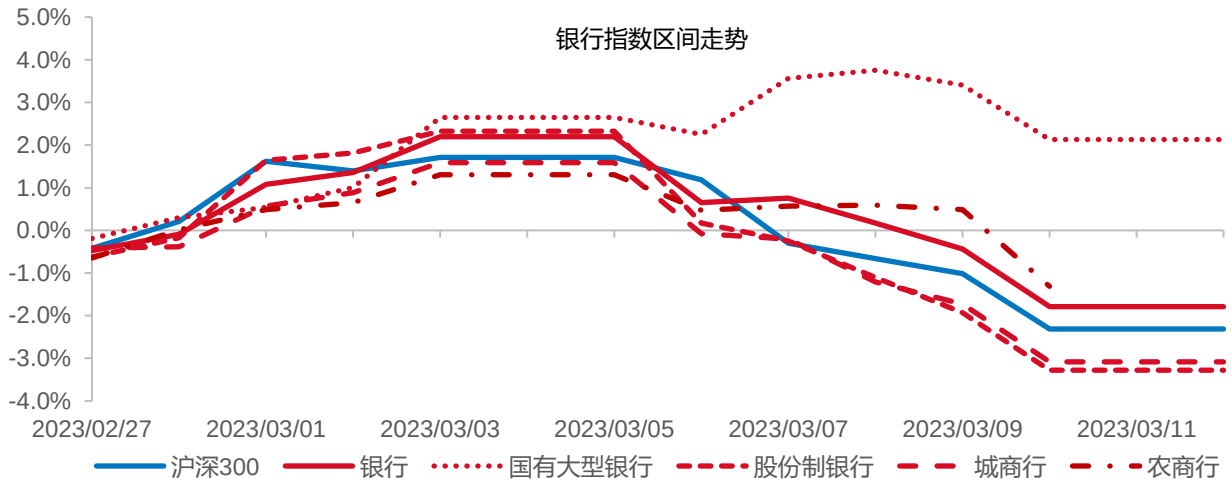
2022 年 11 月以来，经济复苏预期与房地产积极政策下的银行反弹行情累积较大涨幅，年后至今银行板块出现调整行情。板块行情与宏观经济高度正相关，我们仍看好经济复苏下的后市表现。我们更看好收入端具有中高增长潜力（较快规模增长与较强息差韧性驱动、扎实资产质量保障）的中小银行，建议重点关注宁波银行、江苏银行、苏州银行、常熟银行。

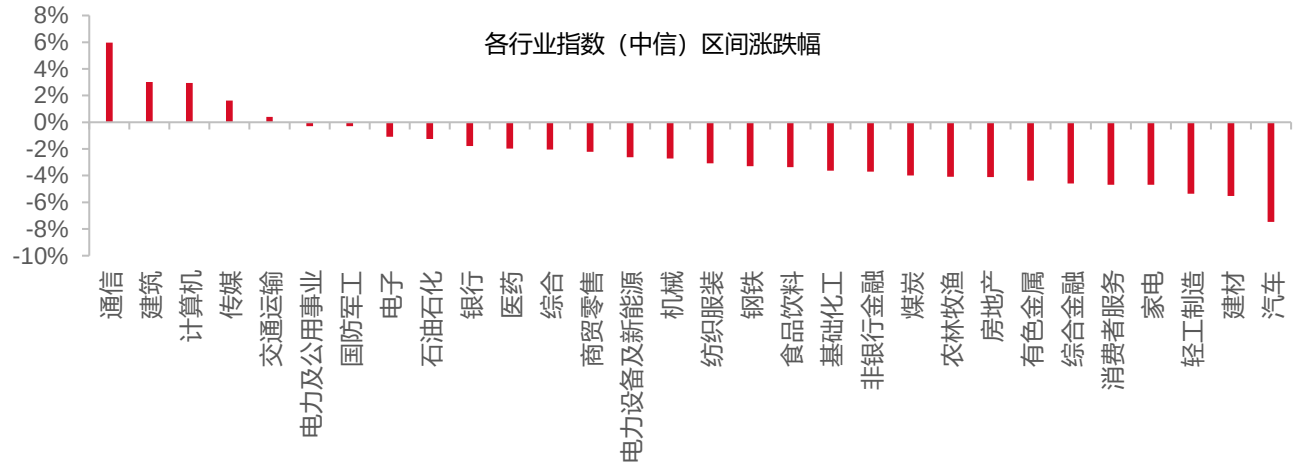
3.行情回顾：国有行表现靠前

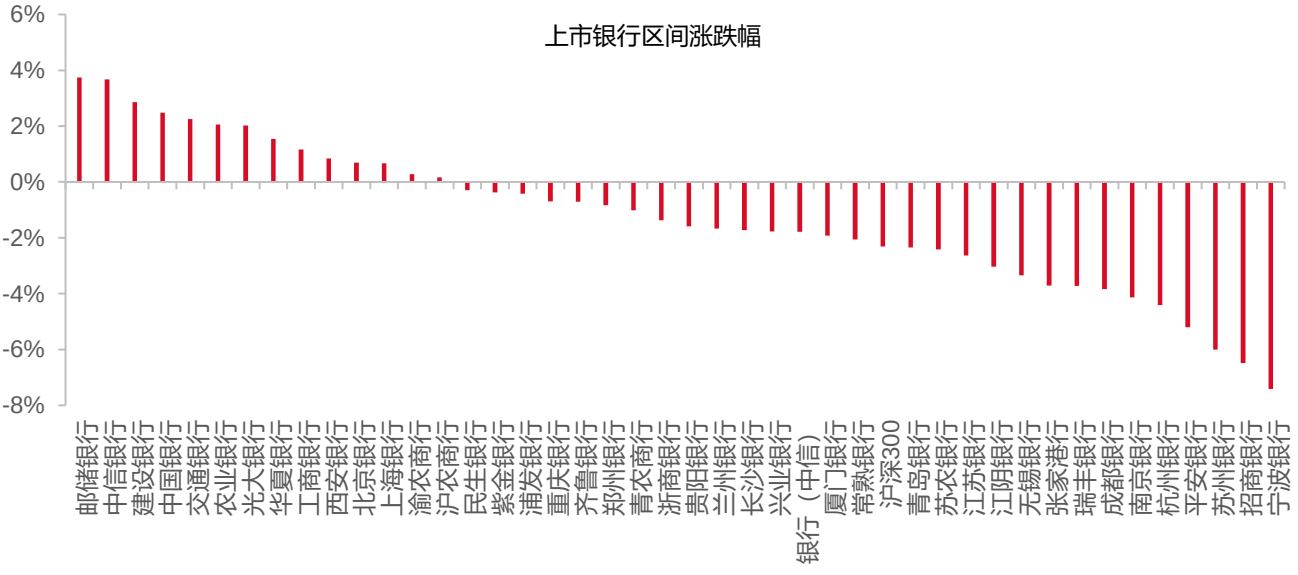
2023/2/27-2023/3/10，银行（中信）指数-1.79%，沪深 300 指数-2.31%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别+2.13%、-3.28%、-3.08%、-1.31%。30 个一级行业（中信）中，银行指数位居第 10 位。国有行表现靠前：邮储银行（+3.74%）、中信银行（+3.67%）、建设银行（+2.86%）、中国银行（+2.48%）、交通银行（+2.25%）表现前五。

至 2023/3/10，银行指数（中信）PE(TTM)为 4.56 倍，PB(MRQ)为 0.54 倍，均位于历史低位附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体 PB(MRQ)为 0.48 倍，该估值水平隐含不良率为 5.43%，较账面不良率高 4.12 个百分点。

图8 区间行情跟踪（2023/2/27-2023/3/10）

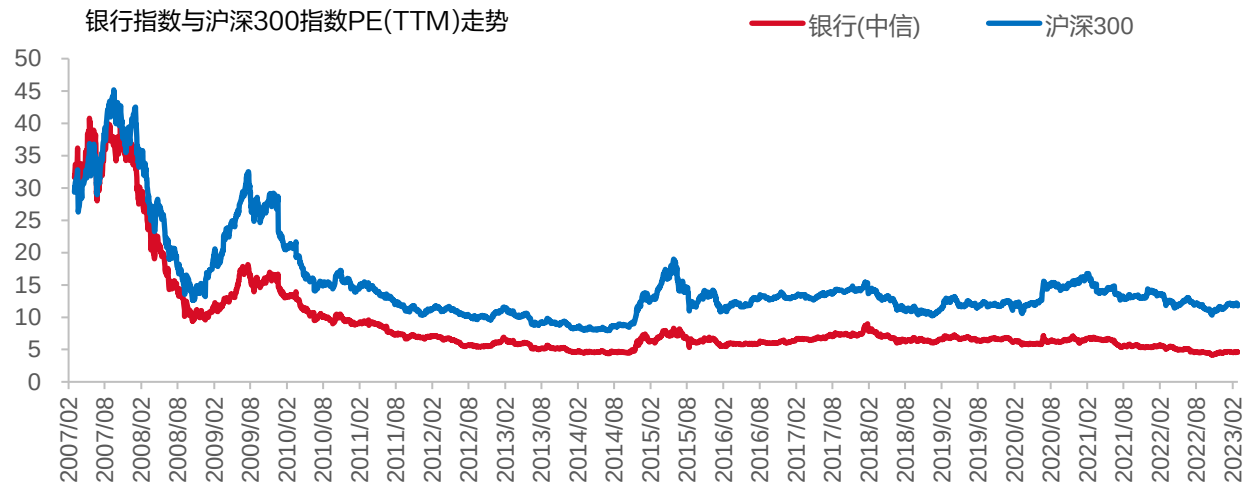


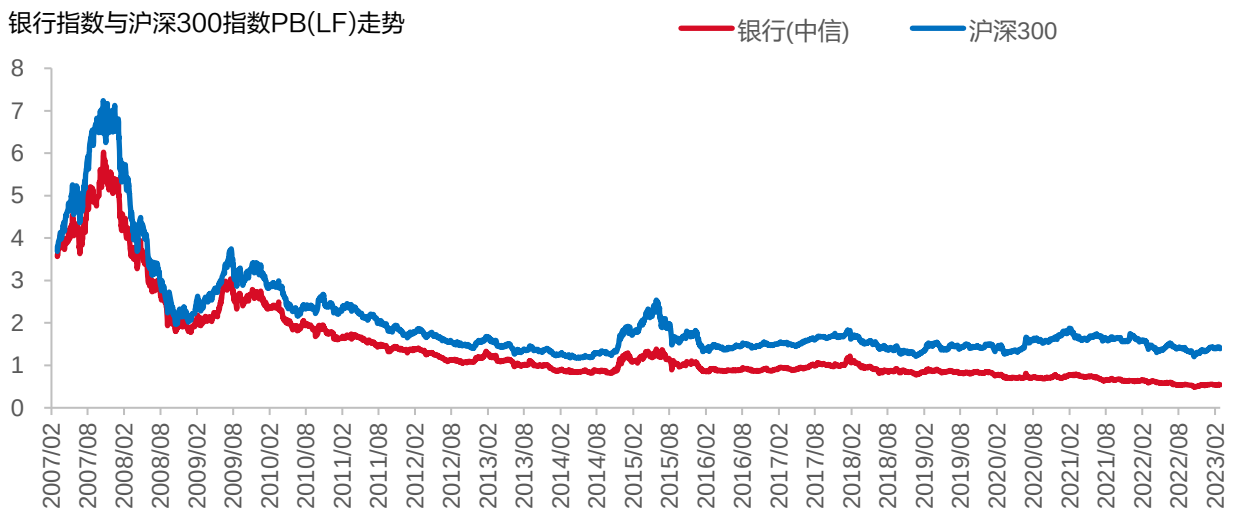


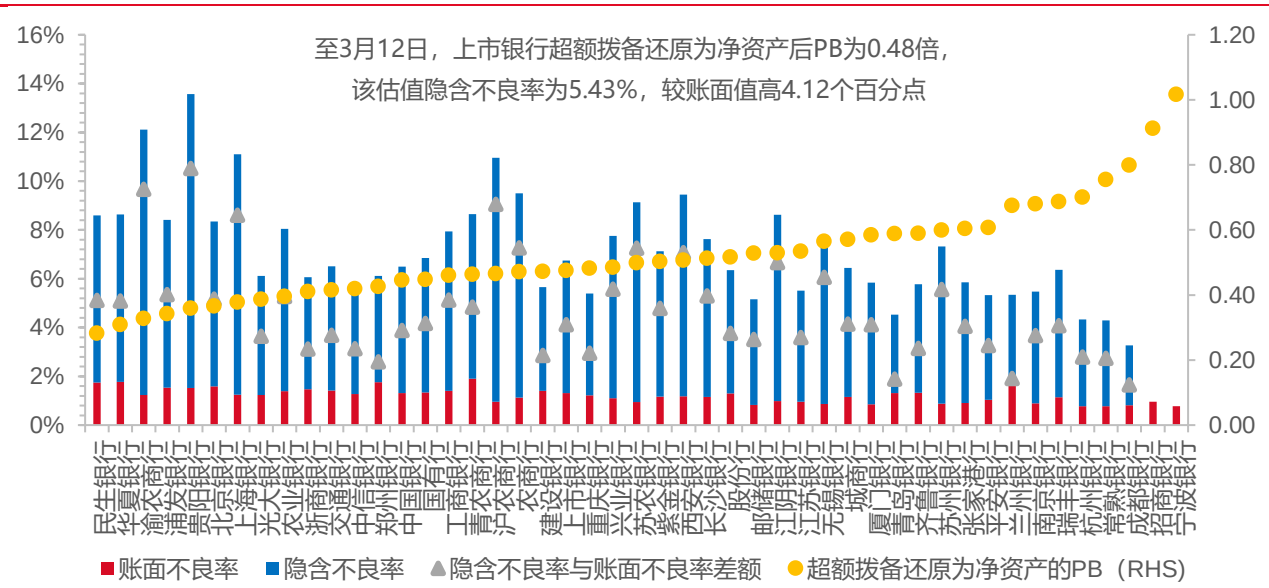


资料来源：iFinD，东海证券研究所

图9 银行板块估值跟踪（截至 2023/3/10）







资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：1. 超额拨备指超过贷款减值准备超过不良余额的部分；2. 测算隐含不良率时的基准估值水平为 1 倍 PB。

4.风险提示

地产领域风险明显上升：房地产行业政策转向积极，但市场需求依然未能有效改善，这意味着房地产行业信用风险仍有可能在需求持续低迷的情况下反复无常。若房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济快速下行：政策引导下，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力，相应贷款质量压力上升。

宏观经济低迷触发连续降息：明年下半年净息差企稳是本报告的核心逻辑，若宏观经济超预期下滑触发连续降息，银行业净息差将持续收窄，利息净收入将持续承压。

东部地区信贷需求明显转弱：高增长潜力标的的选择建立在较快的规模增长基础之上，如东部地区信贷需求明显转弱则导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所
地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8621）20333619
传真：（8621）50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所
地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8610）59707105
传真：（8610）59707100
邮编：100089