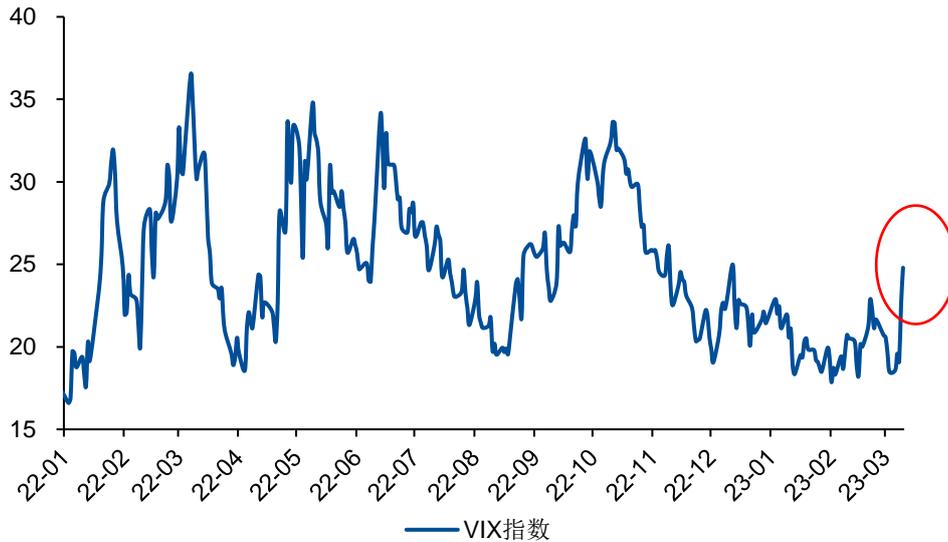




## 能解救硅谷银行的，恰恰是它自己？

硅谷银行爆雷带来了市场波动



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

- 电影《大空头》中，在 2008 年美国次贷危机发生前，一位对冲基金经理认为美国房地产市场即将出现崩盘，因此购买了大量的 CDS 来下注。虽然最终大获全胜，但做空的过程却充满了各种曲折，其管理的资金也多次面临清盘风险。
- 在一定程度上，这位伟大的对冲基金经理低估了市场的调整能力。因为任何一次小型危机，都可能触发市场的相关调整以及监管应对，从而在一定程度上释放金融系统的压力。
- 硅谷银行的轰然倒下，带来了市场避险情绪的上升，美国国债收益率也因此大幅下行——而这可能是硅谷银行在破产前最希望看到的场景。不幸的是，如果这是一次烟花表演，那么硅谷银行成了点燃烟花的火药。
- 短期而言，硅谷银行爆雷带来了金融市场的波动，这很可能让美联储在本月选择加息 25 个基点，而非市场担心的 50 个基点。由于监管介入及时，以及事件本身会让金融机构更加关注风险管理，硅谷银行事件在一定程度上释放了金融风险。
- 这造成了一种让人啼笑皆非的困境：隐藏金融风险勉力维持机构运行，硅谷银行的未实现损失会越来越大；而爆雷后带来的市场避险情绪反而会减轻类似的风险和亏损；金融风险越大，美联储停止加息甚至降息的可能性就越大。从某个角度而言，硅谷银行遇到的危机，恰恰可能要靠“爆雷”才能解决。

## 硅谷银行轰然倒下

美国当地时间3月9日，硅谷银行（Silicon Valley Bank, SVB）发表声明，宣布出售一批价值约210亿美元的证券，并承认这会造成约18亿美元的亏损。为避免流动性危机，该银行希望通过出售普通股和可转换优先股筹集22.5亿美元。消息公布后引发抛售潮，硅谷银行母公司SVB金融集团股价当天暴跌逾60%，当日收盘价仅为106美元。

3月10日，SVB金融集团股票盘前再大跌逾60%，低至36美元左右，开市前两度停牌。当天晚些时候硅谷银行宣布破产，随后美国联邦存款保险公司（FDIC）宣布，金融监管机构已经关闭了硅谷银行，并查封了其存款，这是自2008年金融危机以来美国银行业发生的最大规模的倒闭事件，也是有史以来第二大规模的倒闭事件。

## 成也科技，败也科技

SVB的问题可以追溯到2020年下半年，随着美国方面对疫情担忧的消退，同时美联储一边承诺长期维持零利率，一边大举进行量化宽松，这推动了全球的科技行业迎来了融资的热潮。在这个过程中，大量的初创科技企业能够轻松拿到贷款，导致手里的存款也大量增加，这些存款有相当一部分最终流入了SVB，一举推动SVB成为了全美第16位的银行。

与此同时，SVB的总存款额也由760亿美元飙升至1,900亿美元。存款流入后SVB需要将资金作出配置，在加息之前如果仅将资金置于美联储的准备金账户，年化收入极低（仅有0.1%左右）。此时SVB选择买入相对安全的固定收益资产，即美债和抵押贷款支持证券（MBS）。MBS的增持量约为800亿美元，其中97%左右的久期都在10年以上，但是平均收益率只有1.5%。

另一方面，美联储在2022年开始加息后，全球科技初创企业的融资环境开始恶化，为了维持正常的研发和企业运转，就只能消耗银行存款，而相当多的初创科技企业存款在SVB，这就使得SVB存款项出现了大量流出。再加上美联储缩表等因素，SVB的负债端出现了比较大的压力。在当前的利率环境下，持有美国国债即有4%以上的收益，这导致仅有1.5%收益的MBS价格大幅下挫。另一方面，亏损出售MBS事件说明其本身流动性出现了问题，这引发了储户担忧进而发生大规模挤兑，崩盘因此发生。美国监管机构公布的信息显示，仅3月9日一天储户试图提取资金量高达420亿美元。

总体来看，SVB是一家没有零售业务，专注于PE/VC和科技型企业融资的中小型银行。目前美国存款保险的赔付限额是25万美元，公司存款在25万以下的个人客户占比仅有2.7%，几乎是所有银行里最低的，机构占比超过97%，这些公司的存款实际上是有非常大的挤兑风险。

3月10日，根据FDIC发布的一份声明，美国加州金融保护和创新部当日宣布关闭美国硅谷银行，并任命FDIC为破产管理人，FDIC随即将硅谷银行参保的所有存款转移至圣克拉拉储蓄保险国家银行（DINB）。

FDIC 表示正在寻找买家，如果无法找到将开始清算。如果 SVB 被迫清算，实际上已经资不抵债。

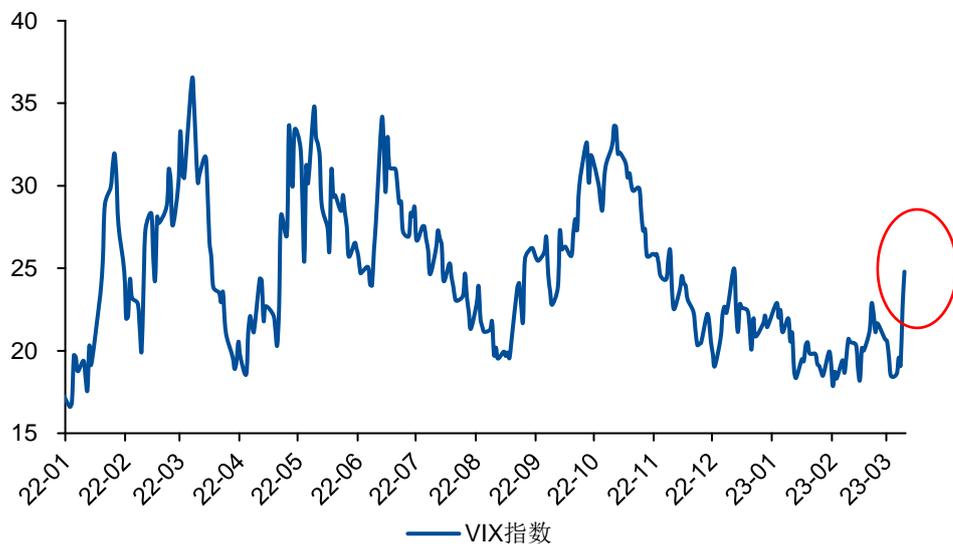
## 难以预测的金融风险

SVB 事件的爆发，在一定程度上表明，金融风险几乎是无法预测的。但与此同时，这一事件与英国养老金危机类似，都是在利率上行过程中导致的按市值计价（mark-to-market）损失过大带来“资不抵债”，从而导致了金融风险的爆发。

由于发达经济体仍然在加息周期中，市场不可避免地开始担心 SVB 事件的传染性，但从某个角度而言，金融风险的传导本身就是非线性和非理性的。因此通过安抚金融市场来达到稳定信心和避免风险传导，是监管机构需要做的首要工作。从这个角度而言，英国央行在养老金危机中已经给市场作出了表率。因此，只要有央行作为最终贷款人，出现流动性风险的概率从目前而言仍然较小。

短期而言，SVB 事件的“神助攻”让美联储在本月加息 50 个基点的概率变小，25 个基点的加息成为了更加实用的选择。如果最终加息为 25 个基点，这对于此前受到鲍威尔“鹰派”听证惊魂未定的金融市场而言也是一个好消息。从美联储的角度而言，其虽然不会轻易更改抑制通胀的政策目标，但在可能的市场动荡前保持一定的政策灵活性，可能是一个更加理性的选择。

图 1: SVB事件带来了市场的波动



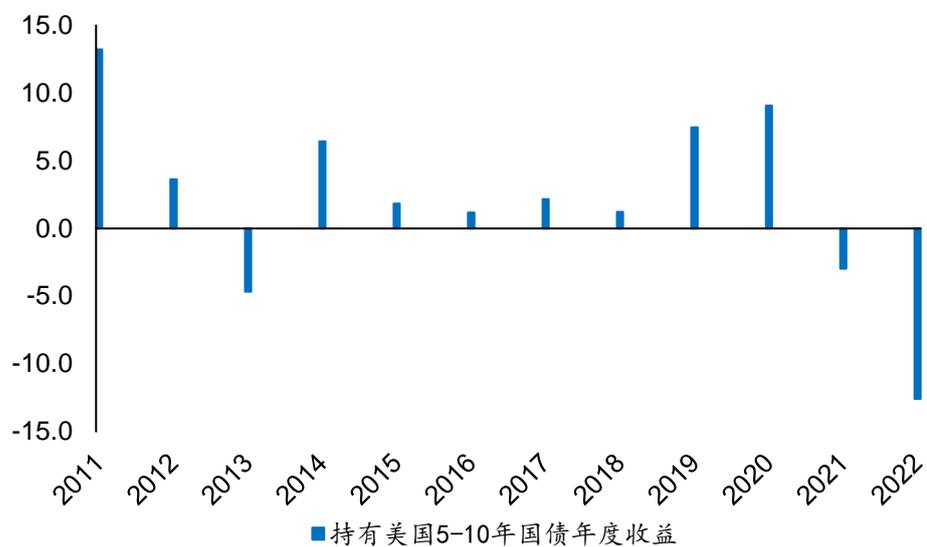
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

从中长期的角度而言，市场真正担心的是美国经济基本面的可能恶化。也就是说，如果底层资产也变得不够安全，那么流动性风险就会叠加信用风险而出现，并通过衍生品等工具迅速蔓延至金融体系和实体经济之中。

目前而言，美国经济仍然运行在正常轨道中，劳动力市场甚至仍然表现出过热的状况。美国经济是否会陷入“衰退”，抑或实现“软着陆”甚至“不着陆”，市场仍然在激烈的博弈之中。某种程度上，市场倾向于认为美国经济不会出现严重的失速，但对于通胀能否回到 2% 的目标区间之内似乎

存在更大的疑问。换言之，如果通胀在未来一段时间内仍将保持高位，这也意味着利率也会在高位运行，对于很多存量的长久期的风险资产而言，市场利率的高企将意味着按市值计价的损失仍将维持，这也是 SVB 事件爆发的最根本原因之一。如果利率不再快速上行，那么存量资产可以在一定程度上得到一个缓冲期来逐步消化其在过去一段时间中按市值计价的损失。从投资美国长期国债的收益来看，2021 和 2022 年两年出现了连续的年度负收益，这也是 2008 年金融危机来首次出现。对于长期持有国债的金融机构来说，这样的市值计价损失已经出现，相信很多机构已经在承受类似 SVB 的痛苦。从这个角度而言，将通胀控制在一个较为稳定的范围内就显得十分重要。对于美联储而言，如果无法快速实现抑制通胀的目的，通过调理式的“缓慢货币紧缩”来保持经济和通胀的稳定运行，可能是其最想达到的新均衡（New Equilibrium）。但类似硅谷银行事件这样的金融市场中的不安定因素却仍然会对市场造成扰动。

图 2：过去两年美国国债投资出现了连续负收益



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

### “资产定价”与“金融杠杆”

市场普遍认为 SVB 事件短期内引发系统性风险的概率不大，原因有以下几点：

1. SVB 虽然扩张较快，但系统重要性不强，跟金融机构的关系不紧密，其问题很难传导至整个金融系统；
2. SVB 的经营模式单一，客户多为 PE/VC 和科技企业。在美联储加息过程中，融资成本提高对客户影响颇大，因而需要取回存款以应对开支，导致硅谷银行兑付增加。硅谷银行的经营模式不是普遍存在的，尤其是美国的头部银行，大家相信大银行的风险控制会更好，比如他们会更多用衍生品来对冲自己的这些未实现损失。
3. SVB 持有的 MBS 比例过高，美联储加息导致美债价格下跌过多，割肉卖出引发了储户担忧。有此前车之鉴后，即便其他银行遇到流动性问题，也可以通过其他方式（可能会增加融资成本）避免引发此种后果。

4. SVB 的问题是安全资产减值产生的损失，MBS 是由美国政府国民抵押贷款协会（GNMA）做担保，而作为这些 MBS 后盾的抵押贷款必须经联邦政府机构提供保险或担保，有国家机构的背书导致该问题的解决难度相对较低。

5. 在 2008 年金融危机后，美国的监管机构在接管银行破产方面积累了相当的经验。FDIC 的光速接管说明美联储在早前已经关注到了硅谷银行的问题，及时干预也意味着金融风险在一定程度上能够被早期控制并管理。

但从金融系统本身的运行基础来看，硅谷银行事件本身带来的是一个关于“资产定价”（利率）和“金融杠杆”之间的悖论。由于利率较低，金融机构为了获取较为可观的利润（也因为同业之间存在竞争），不得不采取某种程度的激进杠杆策略。一旦利率走高，较高的杠杆率将不可避免存在“去杠杆”的压力，从而带来资产的减值和亏损压力。抛开硅谷银行本身的微观经营问题，其爆雷本身反映出的是“资产定价”与“金融杠杆”本身难以调和的矛盾。

但有意思的是，硅谷银行爆雷后，由于避险情绪上升，美国国债利率大幅度下行，这造成了一种让人啼笑皆非的困境：隐藏金融风险勉力维持机构运行，硅谷银行的未实现损失会越来越大；而爆雷后带来的市场避险情绪反而会减轻类似的风险和亏损，同时金融风险越大，美联储停止加息甚至降息的可能性就越大。从某个角度而言，硅谷银行遇到的危机，恰恰可能要靠“爆雷”才能解决。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、顺丰房托(02191.HK)、泸州银行(01983.HK)、远大医药(00512.HK)、东莞农商银行(09889.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的卓博集团(03738.HK)、腾讯控股(00700.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、吉利汽车(00175.HK)、360数科-S(03660.HK)、中国外运-H股(00598.HK)、交通银行-H股(03328.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、金山软件(03888.HK)、新创建集团(00659.HK)、商汤-W(00020.HK)、中国有色矿业(01258.HK)、乐享互动(06988.HK)、广汽集团-H股(02238.HK)、中国联塑(02128.HK)、合景泰富集团(01813.HK)、旭辉控股集团(00884.HK)、正荣地产(06158.HK)、哔哩哔哩-W(09626.HK)、碧桂园(02007.HK)、雅居乐集团(03383.HK)、中国奥园(03883.HK)、龙光集团(03380.HK)、融创中国(01918.HK)、新世界发展(00017.HK)、新天绿色能源(00956.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、复星国际(00656.HK)、中国中免(01880.HK)、洪九果品(06689.HK)、科济药业-B(02171.HK)、民生银行-H股(01988.HK)、协鑫新能源(00451.HK)、周大福(01929.HK)、彩虹新能源(00438.HK)、金融街物业(01502.HK)、国美零售(00493.HK)、中海物业(02669.HK)、奥园健康(03662.HK)、金科服务(09666.HK)、雅生活服务(03319.HK)、甘肃银行(02139.HK)、兖矿能源(01171.HK)、滨海投资(02886.HK)、华南城(01668.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、移卡(09923.HK)、威高股份(01066.HK)、中梁控股(02772.HK)、四环医药(00460.HK)、东方证券-H股(03958.HK)、中广核电力-H股(01816.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中广核矿业(01164.HK)、江苏宁沪高速公路(00177.HK)、药明康德(02359.HK)、泉峰控股(02285.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、奈雪的茶(02150.HK)、小米集团-W(01810.HK)、旭辉永升服务(01995.HK)、中石化冠德(00934.HK)、中石化炼化工程-H股(02386.HK)、上海石油化工股份(00338.HK)、中国石油化工股份-H股(00386.HK)、泡泡玛特(09992.HK)、晨鸣纸业(01812.HK)、理文造纸(02314.HK)、思摩尔国际(06969.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的长城汽车-H股(02333.HK)、友邦保险(01299.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、瑞声科技(02018.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)、国药控股-H股(01099.HK)、中国海洋石油(00883.HK)、药明生物(02269.HK)、美团-W(03690.HK)、快手-W(01024.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、中国铁塔-H股(00788.HK)、小米集团-W(01810.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、网易-S(09999.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、中芯国际(00981.HK)、阿里健康(00241.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、吉利汽车(00175.HK)、比亚迪股份-H股(01211.HK)、联想集团(00992.HK)、中国移动-H股(00941.HK)、香港交易所(00388.HK)、银河娱乐(00027.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、工商银行-H股(01398.HK)、中银香港(02388.HK)、中国银行-H股(03988.HK)、汇丰控股(00005.HK)、中国平安-H股(02318.HK)、中国人寿-H股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、中信证券-H股(06030.HK)、龙光集团(03380.HK)、中国奥园(03883.HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对收购、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经手人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头的或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规则, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com