

2023年03月14日

硅谷银行破产=金融危机 or 政策信任危机？

主题报告

投资要点

- ◆ 当三天内一家全美前二十的银行就从开始抛债到破产接管，当雷曼兄弟、贝尔斯登的名字时隔十几年再度被频繁提起，当美国通胀高企与金融风险传染的担忧同时出现，我们意识到事情正在变得并不简单。
- ◆ **硅谷银行（SVB）迅速破产：资产和负债端的利率风险错配。**资产规模全美第16的硅谷银行三天内从抛售资产到破产接管，创下2008年金融危机以来最大、史上第二大银行破产案规模。挤兑导致银行类金融机构出现流动性风险是一个古老的命题。但从更深层次来看，硅谷银行在资产端的经营策略至少到目前为止并未明显呈现出个别性的超过美国当前监管要求的高风险、高杠杆特征，其资产端的最大损失风险源于持有债券规模过大。硅谷银行的急速破产，乍看源于资产负债久期错配，实质是资产负债两端的利率风险高度错配，而后者更大程度上是一个宏观政策层面的问题而并非硅谷银行的经营问题。
- ◆ **以赤字货币化为核心的“现代货币理论（MMT）”的悖论。**无限量QE+零利率的非传统货币宽松操作，直接对财政部提供融资，转化为对居民的直接巨额补贴，导致疫情冲击之后美国居民消费需求过热（2008年全球金融危机之后并未出现这种现象），因而导致美国实体经济层面的持续高通胀，要求美联储加速紧缩。但由于宽松阶段提供的流动性极为过度，超过了实体经济的融资需求，并且将长端利率大幅压低至一度接近0.6%的超低水平，必然导致房地产市场甚至美债市场的泡沫化。房地产和金融资产价格的大幅上涨，最终令富人阶层大幅受益，而一旦货币紧缩导致利率大幅飙升，即便没有额外的高杠杆高风险问题，也会直接通过金融机构资产端的巨大潜在损失导致挤兑、大规模破产和流动性枯竭风险，最终成本由储户承担。正因为极宽松的货币环境罕见地直接用于赤字货币化，高通胀和金融体系利率敏感度的提升同时出现，美联储操作左右矛盾，为后续的加息缩表之路埋下隐患。
- ◆ **美联储加息路径或小幅下移，我国货币调控应在正常区间内。**在美联储已经推出新的BTFP工具之后，近期SVB破产事件对美联储加息路径的影响取决于其“传染性”，中长期来看，美国金融体系的利率脆弱性可能导致居民部门财富损失和潜在的需求下行压力，可能令美联储决定弱化本轮加息的末端强度且政策不确定提升。对其他发达经济体央行来说，SVB的破产、以及其他资产端配置债券比例较高的中型银行近期所遭遇的挤兑风潮，对他们自己正处在山脚下或半山腰的加息之路也敲响了警钟——只要通胀未来下行路径允许，加息尽量采取迅速渐进而非过度激进的方式可能是更好的。美国赤字货币化实践所导致的反噬效应对我国的政策启示：一、货币刺激对任何一个经济体都不是万能的，即便面对冲击，货币宽松也应控制在合理规模之内，不应盲目追求长端利率曲线的过度压低和过剩的流动性。二、财政扩张不应依赖赤字货币化，以避免高通胀和金融体系、房地产市场脆弱性上升的同步出现。三、短期冲击不应扭转经济高质量发展的升级要求，制造业高级化所带来的实体经济产业链供应链稳健性，可以在遭遇短期的需求冲击、甚至供给冲击的环境下，避免对货币刺激、甚至财政刺激货币化的过度依赖，产业链全球竞争力的提升也有望通过稳定汇率为货币政策针对内需实施自主调整提供更大的操作空间。
- ◆ **风险提示：**美联储加息快于预期。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.cn
021-203770990

内容目录

一、硅谷银行（SVB）迅速破产：资产和负债端的利率风险错配	3
二、以赤字货币化为核心的“现代货币理论（MMT）”的悖论	4
三、美联储加息路径或小幅下移，我国货币调控应在正常区间内	5

图表目录

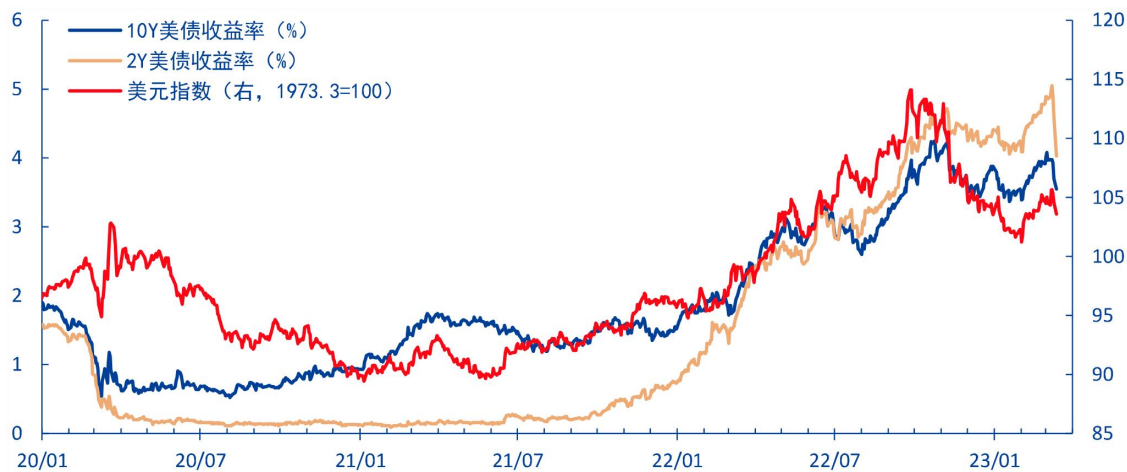
图 1：美债收益率与美元指数	3
----------------------	---

当三天内一家全美前二十的银行就从开始抛债到破产接管，当雷曼兄弟、贝尔斯登的名字时隔十几年再度被频繁提起，当美国通胀高企与金融风险传染的担忧同时出现，我们意识到事情正在变得并不简单。

硅谷银行（SVB）的破产昭示着以财政赤字货币化为核心的“现代货币理论（MMT）”的失败，过去三年美国货币政策的大起大落正在反噬自身修复性紧缩的能力。超出实体经济需求的前期过度流动性投放正在造就一个系统性风险的黑箱，加息过快导致的房地产市场和美债市场大跌风险最终将令美联储不得不采取更加渐进的加息和缩表操作。但延长本轮货币紧缩的调整时间也同时意味着，一旦再度出现来自实体经济或金融体系的短期冲击，美国货币政策的潜在应对空间已经非常小。

对我国宏观经济政策的启示是，当经济冲击发生时，合理的正常的政策刺激力度的测算十分重要，财政扩张时期，货币政策的配合应以利率曲线基本稳定为目标，而不是额外的大幅压低无风险利率而导致未来的系统性金融风险积聚。

图 1：美债收益率与美元指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

一、硅谷银行（SVB）迅速破产：资产和负债端的利率风险错配

资产规模全美第 16 的硅谷银行三天内从抛售资产到破产接管，创下 2008 年金融危机以来最大、史上第二大银行破产案规模。我们对硅谷银行破产事件进行简要的回顾。硅谷银行（SVB）2022 年资产规模 2118 亿美元，为全美第 16 大银行。这家注册于加州圣克拉拉的银行过去四十年来专注于对高科技和初创企业提供金融服务，其对单一客户的负债规模相对较大，负债端流动性较强。3 月初开始，SVB 的储户和美国投资者开始关注到 SVB 在资产端正在积累大量“未实现亏损”，硅谷银行开始遭遇存款挤兑。3 月 8 日，硅谷银行出售了其全部 210 亿美元可销售证券以获得流动性，但在高利率环境下，这笔出售交易也带来了 18 亿美元的巨额亏损。消息传出，担心 SVB 破产的储户更加集中地对其造成存款挤兑。3 月 10 日，美国加州金融保护和创新部宣布关闭硅谷银行并指定 FDIC 为破产管理人。3 月 12 日，美国财政部、美联储、美国联邦存款

保险公司（FDIC）发布联合声明，宣布创设新的流动性投放工具，保证 3 月 13 日周一 SVB 可重新开业，所有储户均可从 SVB 提取存款。

挤兑导致银行类金融机构出现流动性风险是一个古老的命题。硅谷银行的急速破产，乍看源于资产负债久期错配，实质是资产负债两端的利率风险高度错配，而后者更大程度上是一个宏观政策层面的问题而并非硅谷银行的经营问题。银行业作为间接融资的主要渠道，以自身资本金作为风险承担能力的上限经营资金杠杆。任何银行面对储户挤兑都可能迅速陷入资产抛售损失和资不抵债的局面。问题在于，为何在经历了 2008 年全球金融危机、以及 2020-2021 年因疫情爆发而实施的大规模非传统货币宽松政策之后，规模不小的硅谷银行仍然在银行间流动性相当充裕的情况下遭遇了客户的集中挤兑？原因可以分为递进的两个层次。从第一个层次上来看，硅谷银行负债端主要集中了加州诸多高科技企业和初创企业的经营性资金、以及企业高管和员工的存款，这些企业在本轮美联储急速加息的过程中股价遭到大幅的估值冲击，企业现金流以及高管员工的财富保值诉求对当前美国无风险利率再度大幅上行所导致的银行潜在的经营损失非常敏感，资产负债端的流动性错配导致了挤兑的最终发生。但从更深层次来看，硅谷银行在资产端的经营策略至少到目前为止并未明显呈现出个别性的超过美国当前监管要求的高风险、高杠杆特征，其资产端的最大损失风险源于持有债券规模过大。据海外媒体报道，硅谷银行以持有至到期的方式在资产端持有 910 亿美元的债券组合，在其危机爆发前未记入利润表的潜在亏损已经达到 150 亿美元左右。也就是说，在资产负债久期错配的现象之下，其实是资产负债利率风险的高度错配最终导致 SVB 遭遇挤兑、直至最终破产。这与 2008 年全球金融危机期间多数金融机构的流动性困境来自隐藏的高杠杆、高风险房地产市场证券化产品相关交易的情形是完全不同的。SVB 的破产，是个别金融机构暴露出的宏观经济政策过度刺激所导致的宏观风险。

二、以赤字货币化为核心的“现代货币理论（MMT）”的悖论

当经济冲击发生时，进行适当的货币宽松刺激是合理的，但适当与否存在两个判断标准：其一是刺激总量是否合理，以央行资产负债表扩张的速度和利率曲线下移的幅度为主要标准；其二是货币刺激的流向，是通过商业银行系统向实体经济传导为信用扩张，还是直接对财政赤字进行融资（赤字货币化）由政府部门实施大规模的财政补贴或财政支出短期迅速拉动实体需求。

硅谷银行（SVB）的破产昭示着以财政赤字货币化为核心的“现代货币理论（MMT）”的失败，过去三年美国货币政策的大起大落正在反噬自身修复性紧缩的能力。一方面，大流行初期，美联储迅速实施了“无限量 QE+零利率”的非传统货币宽松操作，通过直接购买国债的方法对美国财政部提供天量的融资支持，美国联邦政府再将财政刺激中的较大比例直接间接对居民的直接巨额补贴，导致疫情冲击之后美国居民消费需求过热（2008 年全球金融危机之后并未出现这种现象），因而导致美国实体经济层面的持续高通胀，要求美联储加速紧缩。2020-2021 财年，美国联邦财政赤字高达 GDP 的 15% 和 12.5%，创下战后最高水平，并史无前例地向居民部门实施包括一次性补贴和额外的联邦政府失业金补助在内的大规模财政补贴计划，美联储新一轮扩表规模中超过一半直接用于购买美国财政部发行的国债，创下美国历史上财政赤字货币化操作的最大规模纪录。美国居民自 2020 年 3 月开始积累超额储蓄，至 2021 年 9 月超额储蓄规模一度达到 2.3 万亿美元峰值，至少可保障美国居民消费需求在过热增长区间维持至今年三季度，美国

CPI 通胀自 2021 年 2 季度开始出现明显向上的迹象，至 2022 年上半年 CPI 同比一度高达 8% 以上，最终促使美联储于 2022 年一季度开启本轮的迅速加息之路。

另一方面，前一轮 QE 所导致的美联储资产负债表规模过大问题尚未完全解决，即实施新一轮无限量 QE，令美国银行间市场流动性迅速走向过剩，无风险利率下行较快，金融机构将过剩的流动性大量向国债、MBS 配置倾斜，资产端利率敏感度提升。此前一轮 QE 本已导致美国银行间流动性过剩，美国银行业超储率一度曾达到 20% 以上，至 2019 年中停止缩表时约降至 9% 左右，而全球金融危机前美国银行业超储率仅 5BP 左右。在这样的流动性已经过剩的情况下，美联储再度以更快的速度扩张自身资产负债表，美国银行业流动性再度走向泛滥，远超实体经济融资需求，并且将长端利率大幅压低至一度接近 0.6% 的超低水平，必然导致房地产市场甚至美债市场的泡沫化。房地产和金融资产价格的大幅上涨，最终令富人阶层大幅受益，而一旦货币紧缩导致利率大幅飙升，即便没有额外的高杠杆高风险问题，也会直接通过金融机构资产端的巨大潜在损失导致挤兑、大规模破产和流动性枯竭风险，最终成本由储户承担。美国商业银行手中普遍持有远大于实体经济恢复所需的流动性，大量过剩流动性涌向国债、MBS 市场，金融体系整体利率风险上升，实际上要求美联储后续的货币政策正常化路径尽量循序渐进，以避免造成银行资产短期内的大量市值亏损。

正因为极为宽松的货币环境罕见地直接用于财政赤字货币化，实体经济的高通胀和金融体系利率敏感度的提升同时出现，美联储的宽松操作左右矛盾，为后续的加息缩表之路埋下隐患。与本轮操作形成鲜明对比的是 2008 年全球金融危机之后美联储实施的三轮 QE 和零利率为代表的非传统货币宽松操作。一方面，当时的三轮 QE 是循序渐进的，前后用了 5 年左右时间，并未如本轮非传统货币宽松一般短期流动性投放量极为集中，因而利率曲线并未迅速被压至极低水平，也没有触发金融机构短期之内集中配置债券的羊群效应。另一个更重要的区别是，2008 年全球金融危机之后的三轮 QE，对财政赤字的直接支持力度远不如本轮这么大，而且彼时只有在冲击最大的 2009 年美国联邦政府赤字率达到过 10.0%，此后即快速收缩，并且当时美国政府并未对居民实施极大规模的财政补贴，因而居民消费需求是从冲击中逐步恢复的，美国才有望经历长达十年时间的低通胀时期，从而货币政策能够获得充足的时间进行渐进的正常化调整。美联储在 2015 年、2016 年分别仅进行了一次 25BP 的加息，此后也按照同样幅度仅在 2017、2018 年合计加息七次，即达到上一轮加息的峰值。因为加息和缩表等正常化操作的展开是逐步的，美国金融机构得以逐步消化债券市场利率的波动，而并未因政策的巨大波动导致过度的市场利率波动风险。

三、美联储加息路径或小幅下移，我国货币调控应在正常区间内

在美联储已经推出新的 BTFP 工具之后，近期 SVB 破产事件对美联储加息路径的影响取决于其“传染性”，中长期来看，美国金融体系的利率脆弱性所可能导致的居民部门财富损失和潜在的需求下行压力，可能令美联储最终决定弱化本轮加息的末端强度。当前形势下，美联储需观察 SVB 银行破产事件的“传染性”，如果仅局限于个别银行则问题不大，如果形成系统性的流动性冲击，即便在已经推出新的“银行定期融资计划(Bank Term Funding Program BTFP)”工具

之后，也需要被迫放缓后续加息的步伐，压低本轮加息天花板和当前市场利率曲线，以放弃利率上行迅速遏制通胀的“空间”换取银行逐步实现更小规模的资产损失、避免挤兑的“时间”。“传染性”实际上取决于美国储户对其开户银行资产端涉足国债、MBS 和房地产市场程度的了解，以及对利率波动导致的银行资产损失的容忍度。基于国债质押直接向商业银行提供贷款的 BTFP 的存续规模本身就是“传染性”的主要观测指标。在 SVB 破产案之前，我们认为美联储今年可连续加息至 6 月，本轮加息上限可达到 5.5%-5.75%，目前我们倾向于基准情形下下修本轮加息上限约 50BP 至 5%-5.25%，这可能意味着 3 月 22 日加息 25BP、5 月加息 25BP 之后停止的路径。如果加息至 6 月、然后 9 月至 12 月间即开启降息，那么这种路径本身就是货币政策人为放大市场波动的又一例证，是没有必要的。整体上，美联储加息路径正在脱离单纯的菲利普斯曲线框架，货币政策不确定性大幅提升。

对其他发达经济体央行来说，SVB 的破产、以及其他资产端配置债券比例较高的中型银行近期所遭遇的挤兑风潮，对他们自己正处在山脚下或半山腰的加息之路也敲响了警钟——只要通胀未来下行路径允许，加息尽量采取迅速渐进而非过度激进的方式可能是更好的。欧洲、日本的商业银行长期沉浸在负利率市场环境中，一旦央行加息过快，市场利率的陡峭飙升对长期持有庞大规模负利率债券的金融机构而言，可能带来毁灭性的冲击。但欧日英央行所面临的环境在两个方面较美联储更优：一是除美国外其他发达国家房地产市场泡沫程度相对可控；其二是其他发达国家本轮实施货币宽松的力度、以及直接对财政部提供融资的力度，都是明显低于美国的。由此，我们当前不至于非常担忧欧洲银行业再度遭到来自大西洋对岸的“风险传染效应”，欧洲主权债务危机、银行业危机爆发的概率仍然不高，但加息不应一蹴而就。

美国赤字货币化实践所导致的反噬效应对我国的政策启示是非常清晰的：一、货币刺激对任何一个经济体都不是万能的，即便面对冲击，货币宽松也应控制在合理规模之内，不应盲目追求长端利率曲线的过度压低和过剩的流动性。二、财政扩张不应依赖赤字货币化，以避免高通胀和金融体系、房地产市场脆弱性上升的同步出现。三、短期冲击不应扭转经济高质量发展的升级要求，制造业高级化所带来的实体经济产业链供应链稳健性，可以在遭遇短期的需求冲击、甚至供给冲击的环境下，避免对货币刺激、甚至财政刺激货币化的过度依赖，产业链全球竞争力的提升也有望通过稳定汇率为货币政策针对内需实施自主调整提供更大的操作空间。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn