

## SVB 破产后续，衰退交易为时尚早

-----硅谷银行破产观察

### 核心内容：

- **SVB 银行 3 月 10 日宣布破产，这是 2008 年以来美国最大的倒闭银行**在 SVB(Silicon Vally Bank)前，Silvergate Captial 宣布了自愿清算。这种情况引发了对地区性银行的担忧，例如 Signature Bank、First Republic Bank 均处于经营困难阶段。
- **中小银行的危机并不是其杠杆过高，而是因为资产负债不匹配导致**在美联储加息前 SVB 的资产端主要配置长期债券和信贷产品，同时发行了利率较低的 Held-to Maturity 证券。负债端资金主要来自于科技初创公司、加密货币公司、生物公司等。在金融收缩周期，这些公司的资金容易出现紧张，从而出现大幅度提款。资产端的配置在高通胀高利率环境下账面价值大幅缩水。如果能持有到期的话风险仍然可控，但负债端的大幅提款以及客户对利率产品的不满意，银行被迫抛售资产换取现金，导致账面亏损变成实际亏损。
- **SVB 危机与美联储加息不直接相关** SVB 不是孤立存在的，美联储加息进程中一些利率敏感型或者资金敏感型的金融机构会受到更严重的冲击。SVB 仍然属于美国中小银行，并且其业务并不复杂，不持有大量的金融衍生品工具。SVB 的风险是流动性引发的资产负债表失衡，其危机跟美联储有关，但不直接相关。
- **地区性银行价格已经大幅下跌，暂时对全国银行系统影响稍弱**地区性银行已经出现大幅下跌，带动了对金融系统的不确定，但其他银行金融系统下跌幅度仍然可控。
- **银行负债端的风险是否蔓延是未来的关键** SVB 本身来说，破产保护直接影响的是跟高科技行业融资相关的企业、基金和个人。SVB 的主要股东都是机构投资者，主要持股人是美国、英国和瑞典。直接影响可控，渐渐影响一些脆弱企业以及交易对手银行。SVB 的负债端具有一定普遍性，小银行的负债端风险是否具有传染性（美国公司居民更加倾向转移存款）是未来观察的重点。同时，大银行负债来源更为多样，相对更加稳定和可控，但其资产亏损问题会更加受到关注。
- **流动性危机并未出现，美元指数回落，美国长债上行，VIX 快速上行，黄金走高** 3 月 10-13 日两个工作日美元指数回落 1.54%至 103.61，10 年美债收益率下行 38bps，2 年下行 87bps。VIX 快速上行，13 日波动指数到达 26.52，comex 黄金两日上行 4.85%至 1916.5 美元/盎司。美元指数下行以及黄金上行意味着现阶段并未出现流动性危机，但市场风险上行，VIX 走高和长债上行同时存在。
- **美联储宣布紧急救助方案，欧洲市场表现最弱** 3 月 13 日欧洲在银行股的

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

带领下，股票出现迅速下跌，欧洲债券价格走高，德国和法国 10 年期国债收益率分别下行 19bps 和 27bps。美国股票市场仍然下跌，下跌幅度减缓。美联储宣布救助包括全额兑付 SVB 和 Signature Bank 所有储户存款，但其股东和部分债权人不在保障范围。现阶段市场仍然在关注这种救助是否足够，另一方面，由于对小银行的信任危机而产生的存款搬家以及资产抛售仍然需要观察。

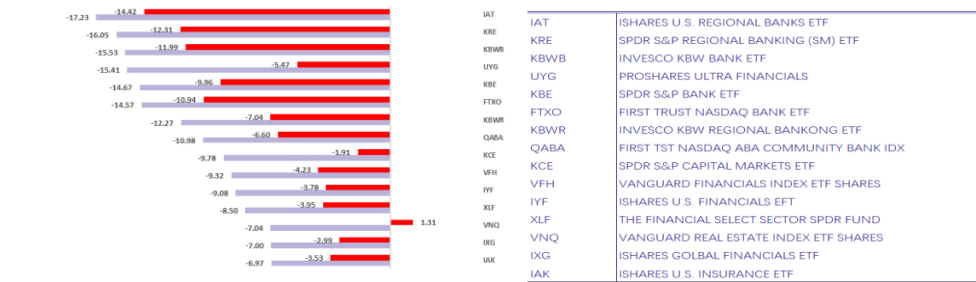
- **美联储是否改变其态度，现阶段仍然在经济运行情况**首先要明确，SVB 等中小银行破产对于市场情绪冲击较大，一定程度上会影响美联储的政策评估。SVB 破产清算后市场预期美联储 3 月加息幅度从 50bps 降回 25bps。现阶段的银行危机仍然在演绎过程中，如果其蔓延至全美大型银行，那么美联储加息会有所放缓，这种放缓主要是银行危机带来了经济的衰退。市场认为美联储结束加息需要：(1) 紧缩的金融对于经济产生了明显的影响；(2) 高利率引发了局部或者全局性的金融危机。美联储加息过程中已经引发了 2022 年日本国债危机、英国养老金危机等，但没有改变美联储的货币政策。3 月的中小银行危机引起了市场关注，需要进行持续的观察。在此之前，美国的经济运行情况仍然是影响美联储加息进程的最重要的因素，需持续关注美国劳动力市场以及通胀的变化。
- **对资产价格的影响**现阶段衰退的准备仍然太早，资产的基本运行仍然是通胀反转交易。对于中小银行破产，如果后续影响仍然存在，做多债券是更好的方向，股票市场以空为主，对美元保持谨慎。如果经济消化了中小银行破产影响，那么仍然以经济软着陆来准备，做多债券，对于股票保持观察，做多欧洲货币。

表 1: SVB 破产是资产和负债的不匹配

Silicon Vally Bank (SVB)		负债端	
资产端		科技初创公司	
长期债券910亿美元 Held-to Maturity证券	配置长期债券和信贷产品，账面价值在通胀高利率环境下大幅缩水，债券持有到期无风险。但负债端资金流出导致抛售资产，账面亏损变成实际亏损。	生物公司	收缩周期资金紧张，容易大规模提走现金
		加密货币公司	

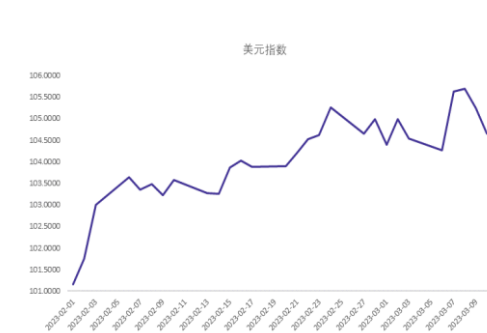
资料来源：中国银河证券研究院整理

图 1: 美国银行 ETF 表现 (%)



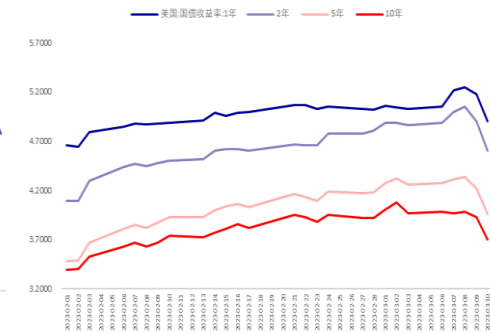
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2: 美元指数



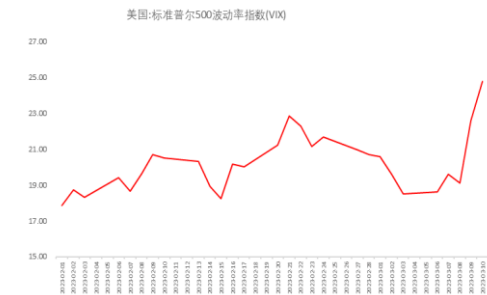
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3: 长债下行幅度更大 (%)



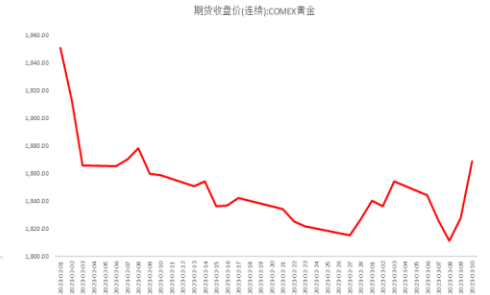
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4: VIX 快速上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5: 黄金价格上行 (美元/盎司)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)