

## “硅谷银行”不是第一张骨牌

证券研究报告

2023年03月15日

### 硅谷银行危机简评

总的来说，硅谷银行的资产和负债端都具有其特殊性。存款客户不像传统银行业务一样多样化，而是聚焦于硅谷创投圈；由于对传统行业业务的不熟悉，而过度持有固定收益债券，负债端的挤兑和资产端的债券价格的下跌是加息下创投、债券泡沫破灭的缩影。由于 SVB 与普通银行的资产负债特点都不一样，且本轮监管反应迅速，预计不太会传染挤兑引发广泛的银行危机。

**风险提示：全球经济深度衰退，美联储货币政策超预期紧缩，通胀超预期**

#### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

#### 相关报告

近期美国金融业负面新闻频发，上周私募股权巨头黑石集团违约一只 5.31 亿欧元的芬兰商业房地产按揭贷款支持证券。加密货币银行 Silvergate 宣布停止营业，接着规模比 Silvergate 大得多的硅谷银行（SVB）宣布破产。硅谷银行破产会是美国银行业出现危机的第一张多米诺骨牌吗？

**银行的流动性危机本质在于资产负债的集中和期限不匹配问题。**以硅谷银行和 Silvergate 为例，两者的负债（存款）分别集中于科技初创企业和加密货币企业，两类客户业务均受紧缩的金融环境影响变得低迷，从而大量提款。银行资金流出的速度加快，不得不出售资产以应付客户的取现。

尽管硅谷银行的资产主要为低风险资产如美国国债和 MBS，但由于购入时机主要在联储加息前，如果选择现在出售，会蒙受较大损失。根据硅谷银行的信息，其计划出售 210 亿美元的美债/MBS，这部分出售的资产久期为 3.6 年，收益率为 1.79%，而出售行为会引致 18 亿美元的税后亏损。

一般来说，观察美国银行业是否会出现危机，我们认为要考虑三个维度。一是银行的负债端是否过于集中于某一类客户，二是银行的资产端是否对于某一类资产的风险暴露过大，如商业地产抵押贷款，三是银行的短期流动性是否充足能应对客户的集中提款。

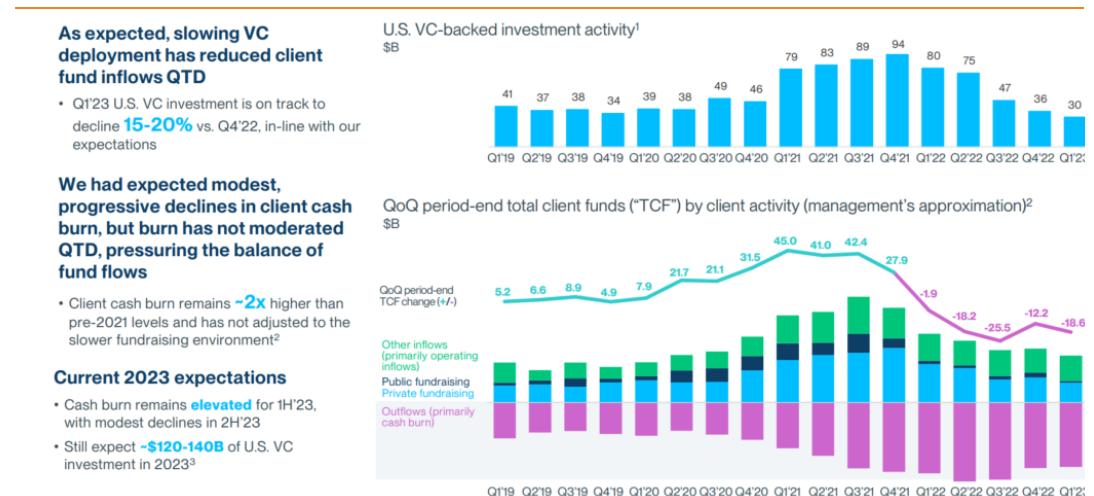
而在这三个维度上，硅谷银行都是个例外。

### 第一是负债端的集中度。

美国的联邦存款保险制度下全额兑付 25 万美元以内的存款部分，超过 25 万美元的存款部分要走破产重整程序。

SVB 主要为硅谷的科技初创企业提供存款服务，自去年初联储开始加息后，VC 投资活动趋弱导致科技初创企业融资现金流入变少，同时企业仍在不断烧钱，最终导致 SVB 存款不断流失，不得不减持资产应对。这里又由于客户存款大部分高于 25 万美元，不在存款保险覆盖范围内，又进一步加剧了挤兑。

图 1：2022 年开始 VC 活动趋弱，科技初创企业融资现金流减少，SVB 存款流失

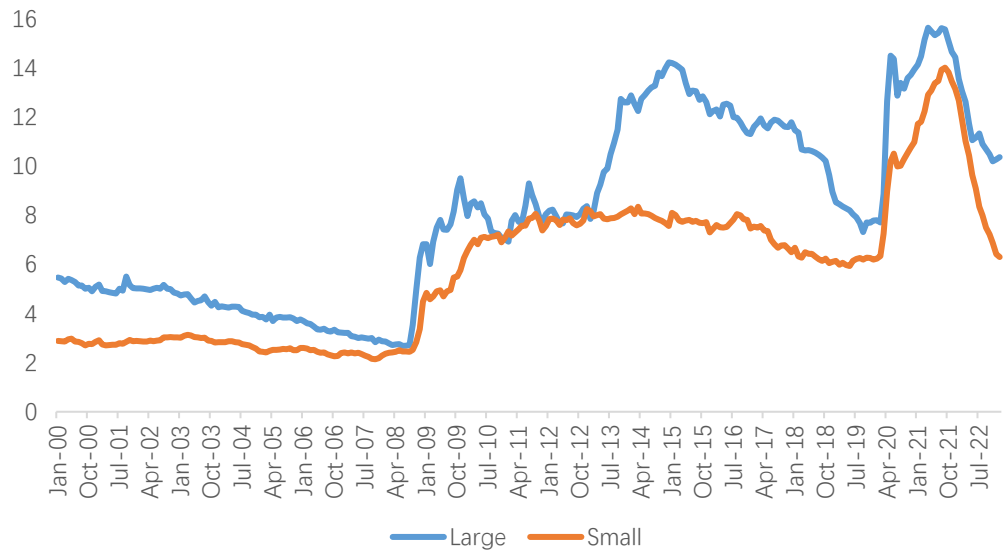


数据来源：SVB 公司网站，天风证券研究所

第二是资产端的风险暴露。

金融危机后美国大小银行的现金资产占比均大幅提升。其中小银行的现金资产占比从 2007 年 10 月的 2.14% 上升至 2023 年 1 月的 6.31%。大银行的现金资产占比在 2007 年时与小银行相同,但由于金融危机后政府加强了对大银行的监管,目前现金资产占比升至 10.4%。而硅谷银行的现金资产占比为 7%, 高于小银行的平均水平, 因此硅谷银行大概率并不是因为现金持续率太低而不能应对正常的提款冲击。

图 2: 小银行和大银行的现金占资产比率在金融危机后均有提升 (%)



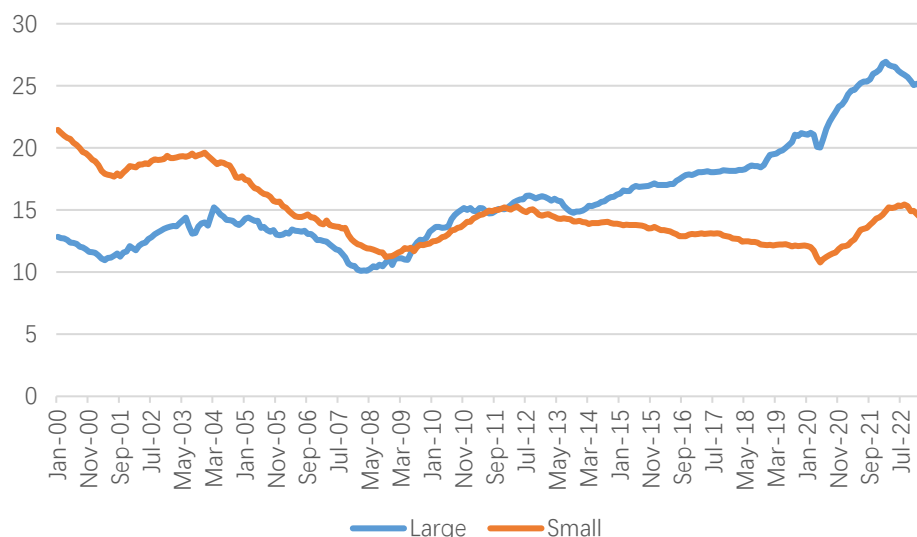
数据来源: FED RESERVE, 天风证券研究所

真正让硅谷银行出问题的原因可能是其过度配置了长久期的资产如国债和 MBS。

美国大银行的国债和代理债券资产占比普遍在 25%, 小银行的国债资产占比在 14%, 而硅谷银行的这一数字超过了 50%, 所以在加息环境下一旦面对挤兑而被迫出售资产, 将面临巨额损失。其次, 美国国债和代理债券本身风险较低, 只是在加息环境下债券出售会实现损失 (realized loss)。根据提交联邦存款保险公司 (FDIC) 的备案文件, 目前美国银行业“可供出售”和“持有至到期”投资组合的未实现亏损共计 6200 亿美元。但只要没有因为提款冲击而被迫出售资产, 这些账面亏损就尚未实现, 账面亏损只是降低了银行的权益资本, 限制了银行的股票回购计划, 但不伤及盈利能力。

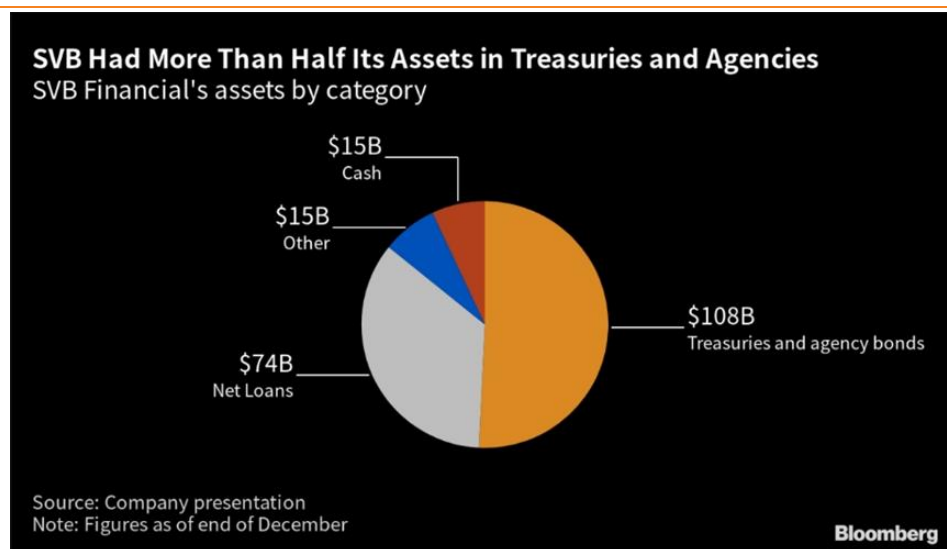
SVB 在资产端的配置失误, 一方面反映了其相比传统银行资产管理能力 (特别是放贷) 的薄弱, 另一方面可能也是其长期浸泡于硅谷科创公司氛围中对低利率的笃信。

图 3: 美国银行国债和代理债券占资产比例 (%)



数据来源：FED RESERVE，天风证券研究所

图 4：SVB 美国国债和代理债券占其资产比例超过 50%



数据来源：Bloomberg Law，天风证券研究所

关键的一点，是风险处置，刚兑并不是解药，而是慢性毒药，提高系统的道德风险，降低系统的运转效率。这次让硅谷银行立即破产不刚兑，防止有小银行趁机躺平的道德风险，保护了市场公平和运转效率。FDIC 很快接管，也防止从 SVB 这样的非主流银行把风险传染到主流银行系统里。

总的来说，硅谷银行的资产和负债端都具有其特殊性。存款客户不像传统银行业务一样多样化，而是聚焦于硅谷创投圈；由于对传统行业业务的不熟悉，过度持有固定收益债券，负债端的挤兑和资产端的债券价格的下跌是加息下创投、债券泡沫破灭的缩影。由于 SVB 与普通银行的资产负债特点都不一样，且本轮监管反应迅速，预计不太会传染挤兑引发广泛的银行危机。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com