

硅谷银行风波：短期冲击难起系统性波澜，美联储紧缩路径不会“偏航”

研究发展部分析师 白雪 李晓峰

事件：近期，美国金融行业负面冲击事件频发，引发市场剧烈波动。继私募股权巨头黑石集团违约价值 5.31 亿欧元的芬兰商业房地产按揭贷款支持证券之后，美国加密货币银行 Silvergate 宣布停止营业。美国当地时间 3 月 10 日，排名美国前二十大银行的硅谷银行在发布出售资产公告后 48 小时内倒闭。当地时间 3 月 12 日，美联储、美国财政部、联邦存款保险公司（FDIC）联合发布声明：在收到美联储和 FDIC 建议后，经询问美国总统，美国财政部批准 FDIC 全额保护硅谷银行储户，自 3 月 13 日起，储户将获得全额存款。硅谷银行股东和无抵押债券持有人不会获得保护。硅谷银行清算不涉及任何纳税人的损失。同时，为提供额外流动性，美联储宣布创设 BTFP（Bank Term Funding Program）工具，以美国国债、机构债券、MBS 以及其他合格资产为抵押，资产按面值计价，为银行、存款协会、信用合作社和其他符合条件的存款机构提供最长一年的贷款。

对此，我们重点回答几个市场普遍关注的问题：1. 硅谷银行危机是否可能导致美国金融系统性风险，冲击美国经济？2. 包括美联储、美国财政部、FDIC 在内的监管部门对危机的应对措施是否有效？3. 危机对美联储货币政策有何影响，是否会倒逼美联储政策转向？

核心观点：

硅谷银行问题是典型的资产负债表严重错配造成的流动性危机，但类似问题在美国整体银行业中并不具有普遍代表性，直接溢出效应较小，整体流动性环境未见明显收紧，意味着硅谷银行危机本质上依然属于短期冲击，引发系统性风险的概率很低。政策应对方面，由于美国监管部门迅速介入，出台托底救市措施，已基本能够阻断风险向大型银行和整个金融体系蔓延，但中小银行流动性风险的余波在短期内或难完全消除。货币政策方面，持续高通胀压力下，不可低估美联储的政策定力，银行风险冲击恐难令紧缩政策路径出现大幅转向，美联储或仍会保持每次 25 个基点的节奏加息至年中前后，最终维持在 5.25%-5.5% 这一限制性利率水平。

正文：

一、硅谷银行问题是典型的资产负债表错配造成的流动性危机，但由此引发系统性风险的概率很低。

硅谷银行问题是典型的资产负债表错配造成的流动性危机：由于银行独特的商业模式，其储户主要集中在对利率敏感的科技初创行业，因此负债端吸收了大量短期限的低息活期存款，资产端却配置了大量的长久期持有到期、以市值计价的国债和 MBS——而这些资产的占比明显高于美国整体商业银行的平均水平¹，同时现金占比不足 10%。美联储激进加息下，期限利差严重倒挂放大了这一错配风险，硅谷银行同时面临负债端成本急剧上升和资产端净值折损的双重压力。而储户在行业下行周期集中提取存款形成挤兑压力，银行被迫出售国债资产以应对提款需求，由此账面浮亏转为实质性的巨额亏损，是引爆其流动性危机的导火索。

不过，我们判断，硅谷银行事件引发金融系统性风险的可能性较低，主要原因有三点：

第一，从美国商业银行和存款机构整体来看，类似于硅谷银行的资产负债严重错配并非普遍现象，不具备代表性。根据 FDIC 统计，美国商业银行和存款机构的可供出售和持有到期的资产在总资产中的占比低于 30%——远低于硅谷银行 43% 左右的比例；同时整体银行业现金占比在 10% 左右，也高于硅谷银行 7% 的比值。从结构上看，虽然相比大型银行，确实有部分美国中小银行的资产端期限错配问题较为突出，但资产、负债端同时存在问题的银行却并不多见。即使有类似风险存在的其他中小银行，其规模占比也很低、传染性较为有限。

第二，与 2008 年雷曼兄弟破产事件相比，硅谷银行无论是体量、同业规模，还是出现问题的底层资产性质而言，都具有本质上的不同，加之美国银行业金融稳定性较强，硅谷银行事件的直接溢出效应有限。硅谷银行虽为美国资产规模第 16 大银行，但体量及同业规模远不及次贷危机时期的雷曼兄弟²。同时，硅谷银行底层的美债、MBS 资产相对健康，这与雷曼兄弟持有大量风险底层资产有本质区别。这意味着“抛售底层资产→底层资产价格暴跌→风险溢出至其他银行”的链条从逻辑上并不成立，风险的溢出效应较小。实际上，次贷危机以后，在金融严监管背景下，美国银行业资产负债表整体健康，银行普通股一级资本比率仍大幅高于巴塞尔协定水平、银行流动资产比例持续上升、银行贷款违约比率也处于历史极低水平。整体银行业，尤其是大型商业银行的金融稳定性较强，是本次硅谷

¹ 根据 FDIC 数据，美国商业银行和存款机构可供出售（AFS）和持有至到期（HTM）资产占比不超过 30%，无息存款比例平均在 20% 左右；而硅谷银行前者占比接近 60%，后者占比在 30% 以上。

² 硅谷银行资产规模约 1955 亿美元，而 2008 年一季度，雷曼兄弟资产规模为 7612 亿美元；硅谷银行负债端以存款为主，同业存单、债券规模仅为 193 亿美元，远低于雷曼兄弟的 1296 亿美元。

危机难以发展成为系统性风险的重要保障。

第三，从流动性指标来看，风险冲击导致近期流动性紧张程度有所抬头，但流动性环境总体未见明显收紧，短期内向流动性风险演化的可能性很低。衡量银行间美元流动性的 FRA-OIS 利差在过去几个交易日快速冲高，接近 2020 年初“美元荒”时期水平，显示流动性紧张程度确实有所抬升，但 3 月 14 日已大幅回落；衡量美国金融机构资金充裕程度的“隔夜逆回购协议余额”也处于 2.2 万亿美元的历史高位，显示货币市场流动性依然充裕；彭博金融市场条件指数当前依然处于相对宽松的区间。此外，离岸美元市场中，交叉货币基差互换在欧元、英镑和日元三个主要货币市场中均出现快速下行，显示离岸美元流动性有所收紧，但尚未触及 2022 年三季度左右形成的前低。从衡量流动性的多个指标表现来看，硅谷银行事件的冲击确实短暂抬升了流动性的紧张程度，但目前来看，美元流动性环境并未出现实质性的大幅收紧，因此短期内向流动性风险演化的可能性很低。

二、政策应对方面，硅谷银行危机爆发后，美国监管部门迅速介入，出台托底救市措施，已基本能够阻断风险向大型银行和整个金融体系蔓延，保证了金融体系的稳定性，但中小银行流动性风险的余波在短期内或难以完全消除。

本轮银行冲击下，美国主管部门反应迅速。硅谷银行宣布破产后仅 3 天，美国联邦存款保险公司就已出面接管，协调破产重组，监管部门随后迅速介入，美联储、美国财政部和联邦存款保险公司紧急出台对硅谷银行的“托底”承诺、美联储及时创设了 BTFP 流动性管理工具。那么，为什么即使硅谷银行危机并不具有演变为系统性风险的基础，美国监管部门还要冒着“道德风险”第一时间出手救助？我们认为，联合救市举措，主要是考虑到在加息周期对金融市场带来的流动性压力不断加码的背景下，防止独立事件引发恐慌情绪蔓延，在中小银行出现更大规模的集中挤兑，从而导致流动性危机的“自我实现”——也就是常说的“信心比黄金更重要”。我们猜测，本次美联储迅速救助，可能也是吸取了 2008 年救助金融机构犹豫不决、最终酿成金融系统性风险的教训。从监管部门的救助规模来看，对银行体系短期内的流动性能起到保障作用，基本阻断了硅谷银行这一风险事件向大型银行和整个金融体系蔓延。

不过，中小银行的流动性风险在短期内或难完全消除。首先，美联储数据显示，截至 2023 年 3 月，美国中小型银行存款约 5.52 万亿美元，占美国银行体系总存款的三分之一以上，其中大额存单的占比要高于大型银行，这意味着一旦出现挤兑，中小银行将面临更大的存款流失压力。其次，中小银行的贷存比本身就大幅高于大型银行，脆弱性相对较强，且其贷款结构中，以商业地产为代表的利率敏感的压力行业的贷款占比要大幅高于大型银行。未来若随着加息进程的进一步深化，商业地产承

压、行业恶化，将可能成为中小银行的风险突破口。

三、持续的高通胀压力下，美联储政策定力不可低估，紧缩政策路径难以因银行体系的短期冲击而产生大幅偏离。美联储或仍会保持每次 25 个基点的节奏加息至年中前后，最终维持在 5.25%-5.5% 这一限制性利率水平。

美联储紧缩的政策路径难以因风险事件的扰动而产生大幅调整和偏离。这主要是因为，当前的银行体系冲击属于短期风险，由此引发的系统性风险也大概率可控，而与“可控”的金融风险相比，更加“不可控”的高通胀才是中长期更为核心的问题——这意味着通胀走势依然是决定美联储短期政策走向最关键的因素。在美国 1 月 CPI 与 PCE 都出现下行受阻的迹象之后，3 月 14 日周二最新公布的 2 月 CPI 数据进一步强化了通胀下行趋势不容乐观的信号：核心 CPI 环比超预期反弹至 0.5% 的 5 个月最高水平，而美联储最关心的“超级核心通胀”——扣除住房的核心服务 CPI 同比仅小幅下滑至 6.14%，但环比却加速上涨至 0.5%。这也与近期非农数据、职位空缺数等就业指标相呼应，意味着至少在上半年，强劲的就业市场依然将对服务消费形成较强支撑，从而掣肘核心通胀放缓的步伐。核心通胀同比增速若要在 2023 年年末降至 3.5% 左右的合意水平，货币政策持续维持紧缩十分必要。

我们认为，在本轮快速加息的过程中，美联储已做好了以经济衰退、小规模金融风险为代价的准备。甚至可以说，美国经济“需要”一定程度的衰退为通胀降温。因此，美联储接下来仍大概率会以每次 25 个基点的节奏持续加息至年中前后，最终维持在 5.25%-5.5% 这一限制性利率水平。这一政策节奏短期内难以轻易动摇。

对于当前市场普遍流行的“硅谷银行危机可能会倒逼美联储货币政策提前转向”这一观点，我们认为，结合上世纪 80 年代“储贷危机”期间美联储大幅加息的经验来看，本次美联储货币政策因此转向的可能性极低：一是转向降息的门槛很高，如深度经济衰退、出现深层次的金融系统性风险等；二是即使出现金融风险，高通胀背景下，美联储也可能优先选择购买金融资产，而非下调政策利率；三是此时若因市场波动而暂停加息，不仅会令美联储信誉受损、货币政策连续性遭到破坏，还可能因金融条件转向边际宽松而“摧毁”前期对抗通胀的努力。不过，我们认为，风险事件的爆发会令美联储更加重视金融稳定性，加快收紧的可能性将大为降低——比如，3 月加息提速至 50bp 的可能性几乎降为零。

此外，我们注意到，由于美联储在本次危机中创设了 BTFP 流动性管理工具，引发市场对于“加息与 QE”是否能够同时进行的疑问。对此，我们认为，BTFP 本质上属于一种定向的结构性政策工具，从规模和性质定位上来看，并不会对紧缩方向形成太大对冲。参考欧央行在本轮加息的同时，也

使用 PEPP、APP 和 TPI 等资产购买工具的范例，可以看出，加息和资产购买之间并不存在直接冲突——前者通过收紧货币政策继续对抗通胀，后者利用结构性政策工具稳定市场，在金融风险抬升之际，通过定向购买平抑利率上行压力。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。