

硅谷银行冲击的实体余波

- 硅谷银行倒闭带来的金融冲击虽然正在平息，事件在实体经济中造成的余波却才刚刚展开。以硅谷银行倒闭为标志，美国此轮货币紧缩将进入第二个阶段，从金融市场的流动性紧缩逐步转向实体经济的融资紧缩。
- 2022年，随着美联储的加息缩表，美国金融市场出现了明显的流动性紧缩现象，各类金融资产价格都处在反常状态。金融市场的流动性紧缩终究要向实体经济传导。硅谷银行倒闭无疑会加速这一传导过程。在实体经济融资紧缩的过程中，美国房地产市场的风险值得关注。
- 随着硅谷银行倒闭令实体经济融资紧缩加剧，美国经济景气预计还会进一步下滑，美国长期利率应该会逐步下行。美国经济景气的下滑将给我国出口带来压力，而美国长期利率走低则会带动美元走弱，从而减轻人民币的贬值压力。当硅谷银行倒闭在美国实体经济掀起余波的时候，我国更需要通过刺激国内需求来站稳脚跟。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2023年3月10日，拥有约2千亿美元资产的美国硅谷银行（Silicon Valley Bank）被美国联邦存款保险公司（FDIC）关闭，宣告破产^[1]。硅谷银行之所以会破产，当然跟美国2022年开始的激进加息有关，但更重要的原因则是硅谷银行自身经营犯了错误，没有有效规避利率上升带来的市场风险。因为问题主要出在硅谷银行自己身上，再加上美国政府及时有效的应对，硅谷银行倒闭没有演变成系统性金融危机。

要跟踪美国金融市场的系统性风险度，TED利差和VIX波动率指数两个指标值得关注。TED利差是3月期欧洲美元利率（LIBOR）和3月期美国国债收益率之间的利差。TED利差越高，表明金融市场流动性越紧张，风险度越高。而VIX波动率指数则是用期权价格推算的，投资者对未来市场波动程度的预期。VIX波动率指数越高，表明投资者越恐慌。硅谷银行倒闭确实推升了TED利差和VIX指数。但在2005年以来的长周期数据中，硅谷银行倒闭带来的波动只是一个非常不起眼的小凸起，跟2020年3月美股因新冠疫情而数次熔断时不可同日而语，更与2008年次贷危机不是一回事。到2023年4月初，TED利差和VIX指数均已从3月中旬的高位回落，表明硅谷银行倒闭带给美国金融市场的冲击已经消退。（图表1）

图表 1. 硅谷银行倒闭对美国金融市场的冲击不大



资料来源：万得，中银证券

硅谷银行倒闭带来的金融冲击虽然正在平息，事件在实体经济中产生的余波却才刚刚展开。以硅谷银行倒闭为标志，美国此轮货币紧缩将进入第二个阶段，金融市场流动性紧缩将逐步向实体经济融资紧缩传导。硅谷银行倒闭暴露出了美国金融机构的脆弱性。此事之后，美国金融机构向实体经济发放融资的意愿和能力都会明显下降。

从2022年7月到硅谷银行倒闭之前，美联储在货币紧缩过程中，将自己的总资产缩减了约5700亿美元。但在硅谷银行倒闭之后仅仅两周时间里，美联储的资产负债表就扩张了3920亿美元。从数量上来看，美联储两周时间就把之前大半年缩表规模的七成给扩了回去。

但仅看数量是误导的。硅谷银行倒闭之前的大半年中，美联储缩表的主要方式是卖出美国国债，尤其是中长期国债。硅谷银行倒闭之后的扩表，则几乎完全是通过发放短期贷款来完成的。在扩表的同时，美联储仍在继续卖出其手中的美国国债。硅谷银行事件并未改变美联储紧缩货币抑制通胀的政策导向，而只是给美联储流动性调控带来了短期扰动。

而在硅谷银行事件之后，各家金融机构会更加注重自身的稳定性，并相应削减自身向实体经济投放的融资量。在硅谷银行倒闭之后的第二周，美国商业银行信贷（包括商业银行购买的证券）就创出了2009年以来的最大单周跌幅。硅谷银行倒闭带给各金融机构的不安全感，已经抑制了美国金融体系向实体经济的融资发放。未来，美国实体经济将会更明显地感受到融资紧缩的压力。（图表2）

图表 2. 硅谷银行倒闭之后,美国商业银行信贷创出了 2009 年以来的最大单周跌幅



资料来源: 万得, 中银证券

2022 年, 随着美联储的加息缩表, 美国金融市场出现了明显的流动性紧缩现象, 各类金融资产价格处在反常状态。以美国 10 年期国债收益率为例。正常情况下, 美国 10 年期国债收益率与经济周期正相关, 经济景气高的时候收益率高、经济景气低的时候收益率低。但从 2022 年到现在, 美国制造业采购经理人指数 (PMI) 持续下滑, 美国 10 年期国债收益率却大幅上扬——二者之间长期存在的正相关关系变成了最近一年多的负相关关系。类似 10 年期国债收益率这样的反常现象, 最近一年在美国各类资产价格上都能看到。这些反常的资产价格, 反映出了货币收紧给市场带来的流动性紧缩效应。(图表 3)

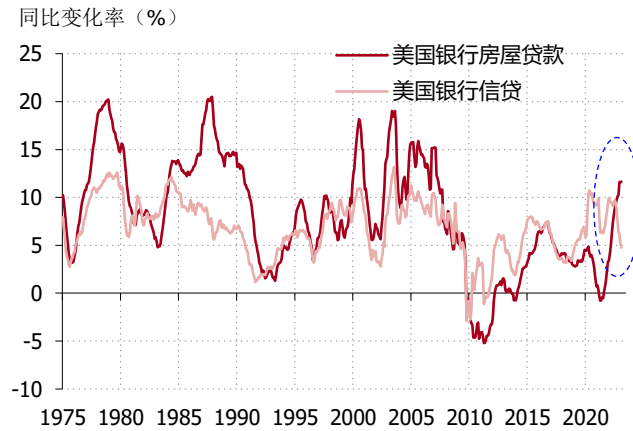
图表 3. 2022 年, 美国金融资产价格就已经因为美联储货币紧缩而处在反常水平



资料来源: 万得, 中银证券

金融市场的流动性紧缩终究要向实体经济传导。硅谷银行倒闭无疑会加速这一传导过程。2022 年, 在美国各类金融资产价格因流动性紧缩而普遍反常的时候, 美国银行信贷增长虽然也放缓, 但同比增速仍然处在 5% 到 10% 的稳健区间。到 2023 年初, 美国银行的房屋贷款增速甚至还处在次贷危机之后的最高水平, 同比增速接近 12%。但随着流动性紧缩加速向实体经济传导, 美国实体经济将步入融资的冬季。(图表 4)

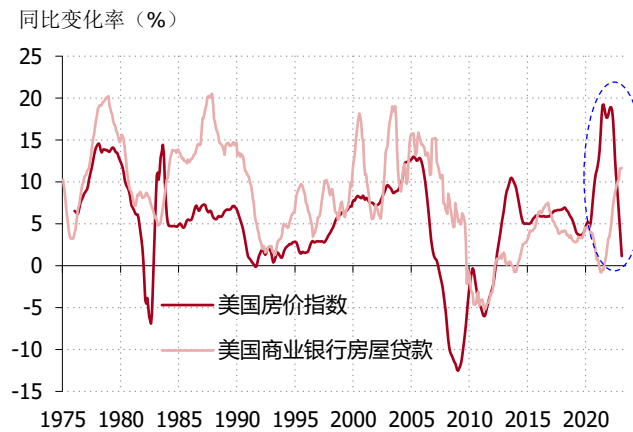
图表 4. 美国目前仍快速增长的房屋贷款可能遭受明显冲击



资料来源: CEIC, 中银证券

在实体经济融资紧缩的过程中，美国房地产市场的风险值得关注。2022 年 1 季度至今，美国房价同比涨幅已经从之前的半个世纪最高水平下降到目前的零增长附近。而在实体经济步入融资严冬的时候，目前仍快速增长的房屋贷款可能会受到明显冲击，从而进一步加大房价下跌的压力。从房屋贷款的坏账率、屋主的债务负担等指标来看，现在的美国房地产市场比次贷危机爆发之前要稳健很多。但尽管如此，也需要警惕地产行业局部性风险抬头和爆发的可能。（图表 5）

图表 5. 美国房价涨幅已明显回落, 房屋按揭贷款增速又将明显下降, 地产行业风险值得关注



资料来源: CEIC, 中银证券

随着硅谷银行倒闭令实体经济融资紧缩加剧，美国经济景气预计还会进一步下滑。虽然各方对美国 2023 年陷入衰退是早有预期，但仍有不少人认为这将只是一场温和的衰退。但是，目前美国正在经历几十年未见的激进货币紧缩，令美国各类金融资产价格处在几十年未见的反常状态。当货币紧缩效应向实体经济传导时，恐怕不能以过去几十年的常理来推断接下来的美国经济。在预判美国经济前景时，投资者有必要更为谨慎一些。

而随着美国实体经济融资紧缩的加速到来，美国长期利率应该会逐步下行。简单地说，实体经济是货币的需求方，中央银行是货币的供给方，利率作为货币的价格，为货币的供给和需求共同决定。在过去一年中，美联储激进的货币紧缩压低了货币供给，但实体经济对货币的需求仍然旺盛（表现为较快增长的银行信贷），这就让利率大幅攀升。但在硅谷银行倒闭之后，实体经济对货币的需求将会逐步走低。这样一来，就算美联储继续大幅紧缩货币，利率也会因为实体经济货币需求的降低而走低。再加上美联储的货币紧缩力度也很可能在硅谷银行倒闭之后降低，美国长期利率下降的趋势就更加明显了。

对中国经济而言，美国经济景气的下滑将给我国出口带来压力，而美国长期利率走低则会带动美元走弱，从而减轻人民币的贬值压力。当硅谷银行倒闭在美国实体经济掀起余波的时候，我国更需要通过刺激国内需求来站稳脚跟。（完）

【1】美国联邦存款保险公司（FDIC）宣布关闭硅谷银行的声明可见于：
<https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23016.html>。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371