

这次不一样：本轮美国创投泡沫与次贷危机 和科网泡沫的区别

证券研究报告

2023年04月21日

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

我们认为美国经济没有大问题，如果一定要从鸡蛋里面找骨头，那么最大的问题可能既不是银行业，也不是房地产，而是创投泡沫。我们认为，真正值得讨论的问题，既不是小型银行的缩表，也不是地产的潜在信用风险，而是创投泡沫破灭会带来怎样的连锁反应？这些反应对经济系统会带来什么影响？我们用创投泡沫和次贷危机作比较，说明无论规模、传染性还是影响范围，创投泡沫破灭可能都不会带来系统性危机。而与本世纪初的科网泡沫比，当前的创投泡沫较小，且主要集中在小型科创企业当中。

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

我们认为美国经济没有大问题，如果一定要从鸡蛋里面找骨头，那么最大的问题可能既不是银行业，也不是房地产，而是创投泡沫。

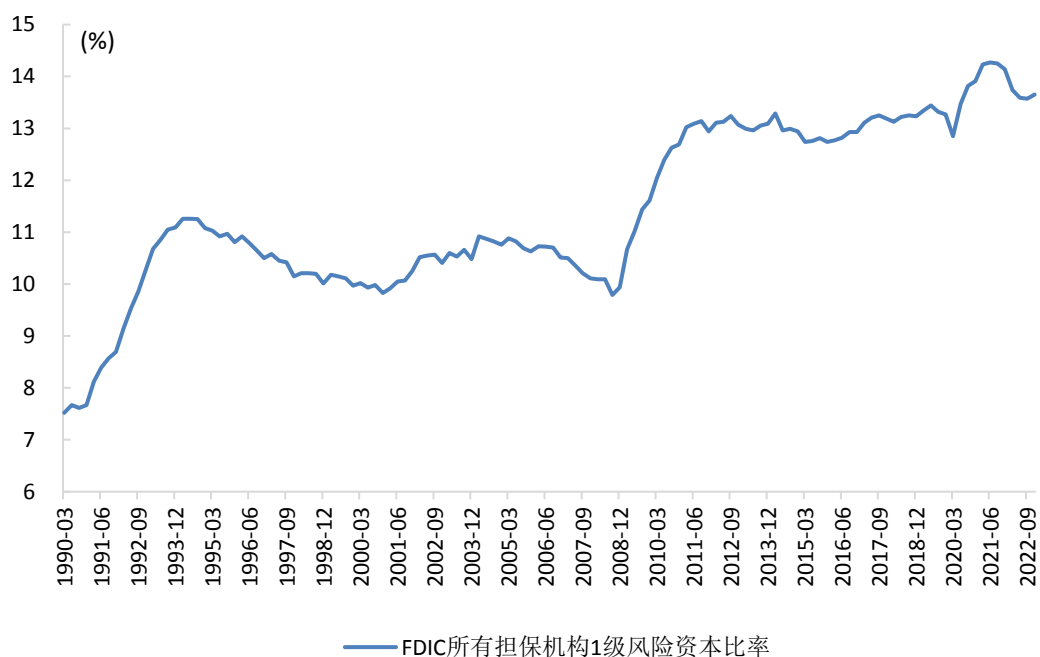
如果仔细看美国硅谷银行（以及类似几家银行）和商业地产的情况，就会发现他们的问题其实来源相同。

首先是所谓的银行危机，其实不是银行的问题。硅谷银行的破产，是创投泡沫破灭的一个牺牲品。

硅谷银行的主要问题不在资产端，他的资产虽然期限过长，但是很安全。硅谷银行犯了一个低级错误，把资产过于集中在一个篮子里，并且非常激进的期限错配。

资产端如果出现质量恶化，信用风险在短期内是无法通过货币宽松得到修复的。事实上，在次贷危机后，监管对银行特别是大银行的资本管制大幅加强，FDIC 所有担保机构 1 级风险资本比率从次贷危机前不到 10% 跃升至 2022 年底的 13.65%，银行资产端的信用风险显著降低。

图 1：1990 年以来 FDIC 担保机构 1 级风险资本比率



数据来源：Bloomberg，天风证券研究所

硅谷银行的真正问题出在负债端，并不是他自己的问题，而是储户的问题，这些储户也不是一般散户，而是硅谷的创投公司和风投。

在加息中创投泡沫破灭，一二级倒挂，风投撤资，创投企业和 VC 现金流流失，从硅谷银行中提取存款，用于经营。

所以说，硅谷银行的问题不是银行的问题，而是硅谷的问题。就连同时出现危机的瑞信也是因为重仓中国互联网公司的对冲基金 Archegos 上出现了重大亏损。

硅谷银行的破产对美国银行业算不上系统性影响，但对硅谷创投圈和金融资本与创投资本深度结合的这种创新模式来说，是后果未知的重大打击。

其次是所谓的商业地产危机，本质也不是地产的问题。仔细看美国商业地产市场，物流仓储供不应求，购物中心已是昨日黄花，出问题的是写字楼空置和租金下跌。而**写字楼空置主要受信息科技劳动力增长疲软拖累**，其次是金融行业裁员，特别是在湾区、洛杉矶和西雅图等信息科技公司集聚的西海岸。

图 2：美国各地区使用办公楼的劳动力增长：分行业



数据来源：commercialedge，天风证券研究所

所以商业地产也是创投泡沫破灭的另一个受害者，只不过叠加了疫情后远程办公的新趋势。

我们认为，真正值得讨论的问题，既不是小型银行的缩表，也不是地产的潜在信用风险，而是创投泡沫破灭会带来怎样的连锁反应？这些反应对经济系统会带来什么影响？

一、无论从规模、传染性还是影响范围来看，创投泡沫破灭可能都不会带来系统性危机

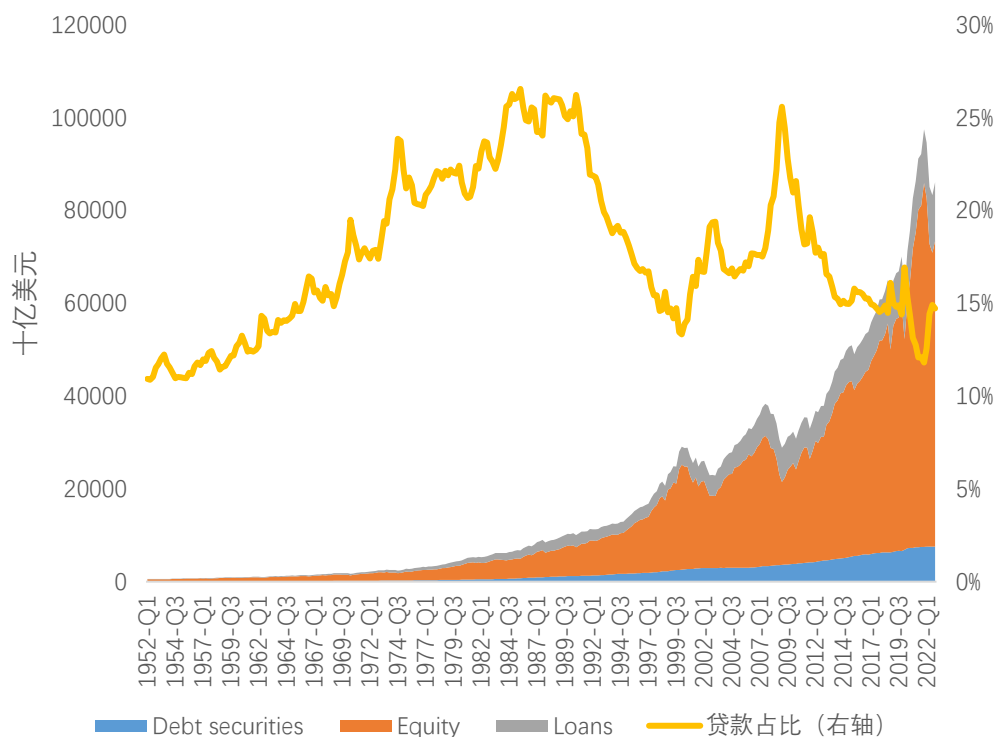
和引发 08 年金融危机的房地产泡沫对比，创投泡沫对银行的影响要小得多。大多数科创企业是股权融资，而不是债权融资，根据 OECD 数据，截至 2022Q4，股权融资在美国非金融企业融资中的占比为 76.5%，债券融资和贷款融资仅占比 8.8%和 14.7%。

美国银行并没有统计对科技企业的贷款数据，但截至 2022q4 美国银行对整体企业贷款占其资产的比例为 10.7%，也比科网时期的 14.5%低 4 个百分点。

这就意味着，创投泡沫破灭是硅谷和华尔街的一次性财富毁灭，但由于科创企业和银行体系的相对隔离。因此不会像次贷危机一样，通过金融杠杆和影子银行，对金融系统形成毁灭性打击。

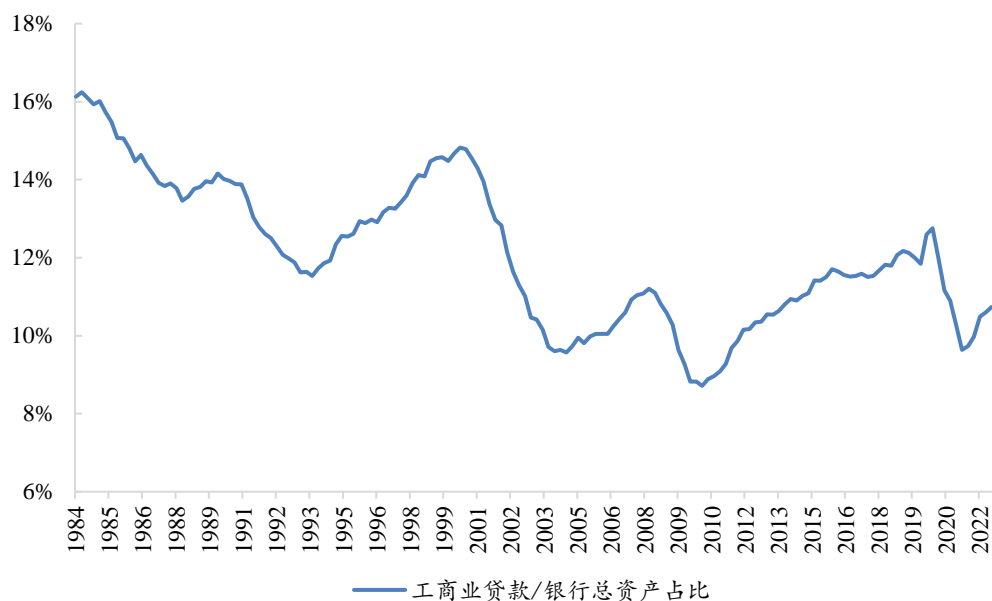
此外科技股也不像房地产是家庭和企业广泛持有的资产，所以创投泡沫破灭会带来硅谷和华尔街的局部财富毁灭，但不会带来居民和企业的广泛财富缩水。

图 3：美国非金融企业融资渠道结构



数据来源：OECD，天风证券研究所

图 4：美国银行对工商业贷款占银行资产比例 1984 年到现在



数据来源：FRED，天风证券研究所

二、与 2000 年的科网泡沫 (dotcom) 比，创投泡沫较小

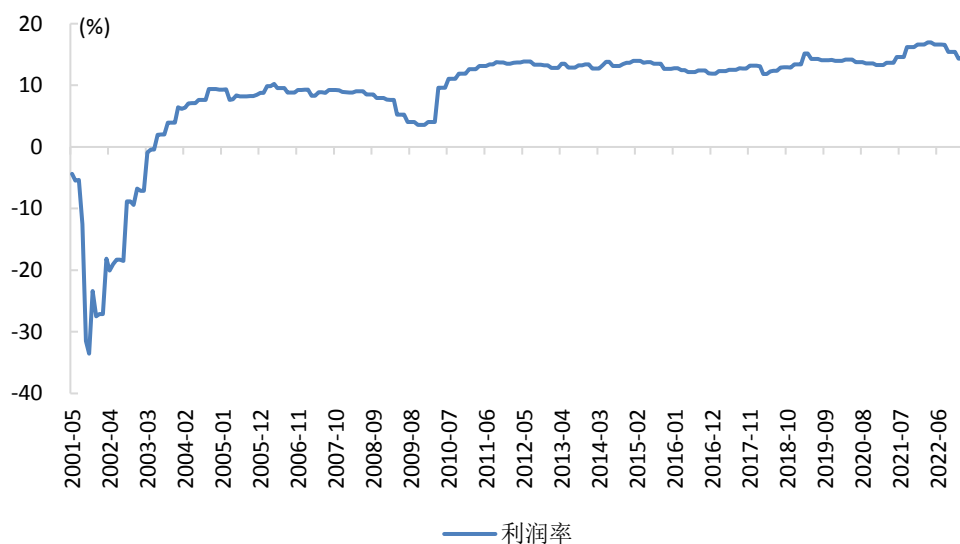
本世纪初的科网泡沫时期，科技企业还没找到可靠的盈利模式。上世纪 90 年代互联网信息技术的快速发展以及美国的信息高速公路战略为投资者勾勒出一幅美好的蓝图，早期快速增长的用户量让大家相信科技企业可以重塑人们的生活方式，互联网公司开始盲目追求快速增长，不顾一切代价烧钱抢占市场，资本市场将估值依托在点击量上，逐步脱离了企业的实际盈利能力。更有甚者，很多公司其实算不上真正的互联网公司，大量公司甚至在名称上添加 e- 前缀或是 .com 后缀，就能让股票价格增长。

以美国在线 (AOL) 为例，1999 年，AOL 每季度新增用户数超过 100 万，成为全球最大的因特网服务提供商，用户数达到 3500 万，庞大的用户群吸引了众多广告客户和商业合作伙伴，由此取得了丰厚的收入，并在 2000 年收购了时代华纳。然而好景不长，2002 年科网泡沫破裂后，网络用户增长缓慢，同时拨号上网业务逐渐被宽带网取代，作为竞争对手的微软旗下的 MSN 网站也吸引了部分 AOL 用户，2002 年四季度 AOL 用户减少到 2650 万。最终，2002 年四季度 AOL 的销售收入和现金收益同比分别下降 5.6% 和 11.3%，同时还计入 455 亿美元支出（多数为冲减困境中的 AOL 资产），导致该公司 2002 年净亏损 987 亿美元。

2001 年纳斯达克 100 的净利润率最低只有 -33.5%，整个科技行业亏损 344.6 亿美元。科技企业的自由现金流在 2001 年为 -37 亿美元。与科网泡沫对比，如今大型科技企业的盈利模式成熟稳定，依靠在线广告和云业务收入创造了高水平的利润和现金流。

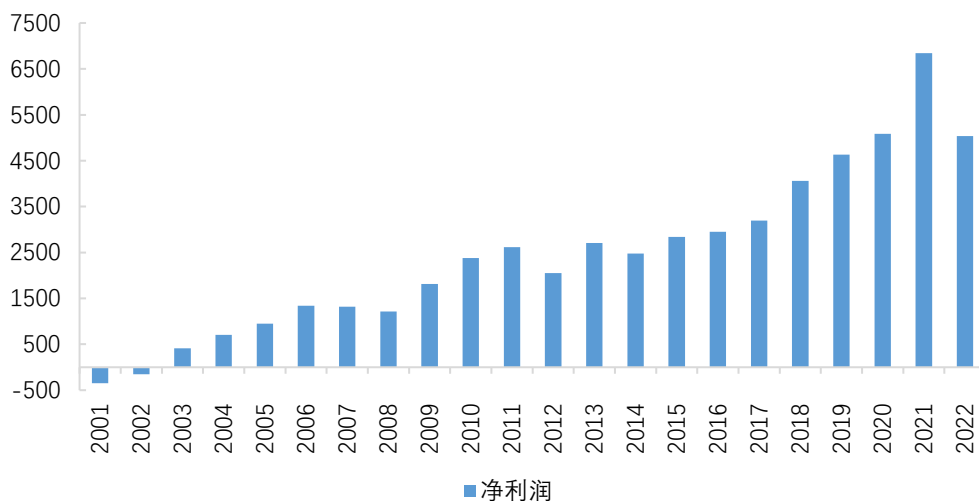
截至 2023 年 3 月 28 日，纳斯达克 100 利润率高达 12.4%，净利润虽从 2021 年的 6845 亿美元峰值有所回落，但仍高达 5039 亿美元。现金流方面，2022 年科技企业的自由现金流为 5000 亿美元，经营活动现金流占总收入比例稳定在 20% 左右。相比 2001 年科技企业还在向市场“要钱”，当前科技企业主要通过回购和分红等形式向股东“发钱”。

图 5：2023 年 3 月纳斯达克 100 指数利润率达到 12.4%



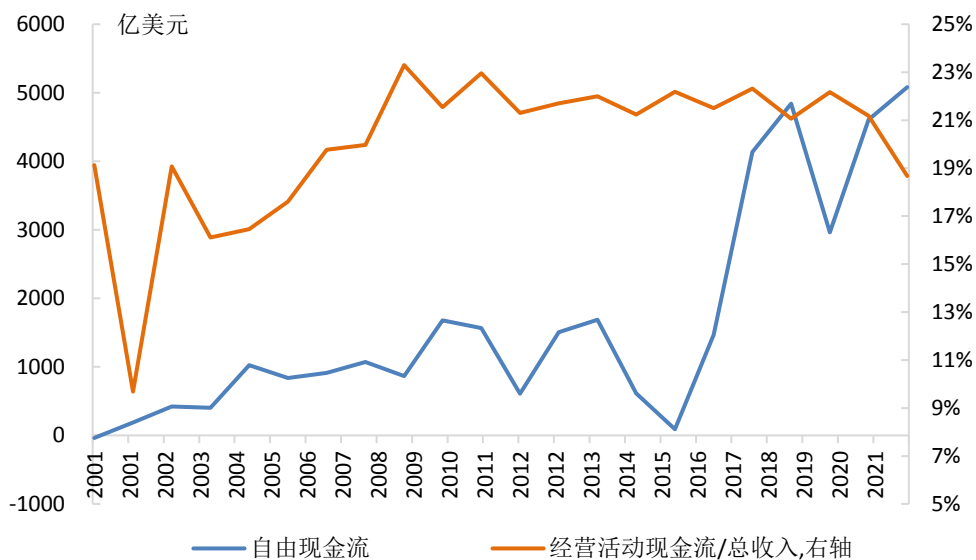
数据来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 6：2021 年纳斯达克 100 指数成分股净利润总额高达 6845 亿美元



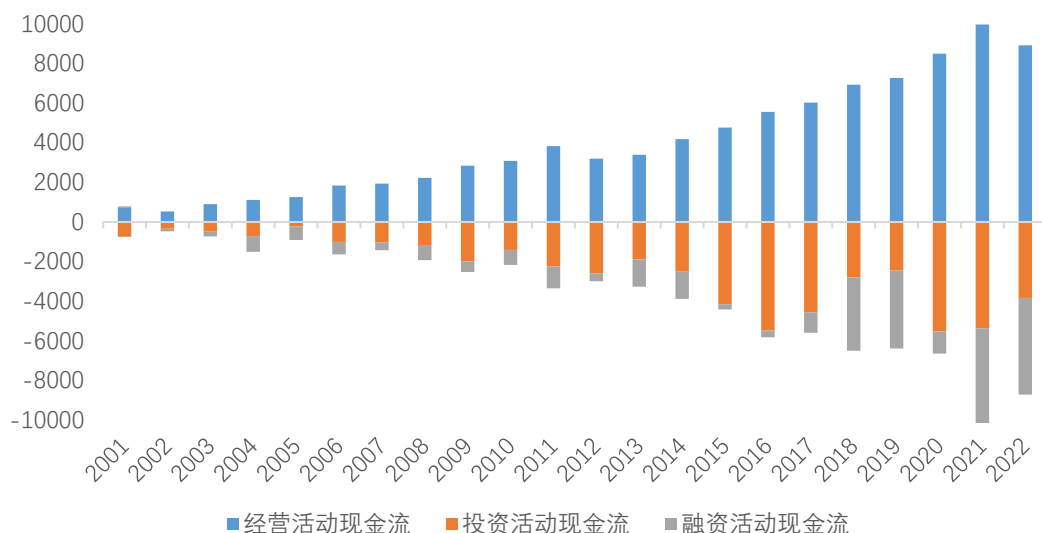
数据来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 7: 科技企业自由现金流水平显著提高但经营活动现金流在总收入中占比回落



数据来源: Bloomberg, 天风证券研究所

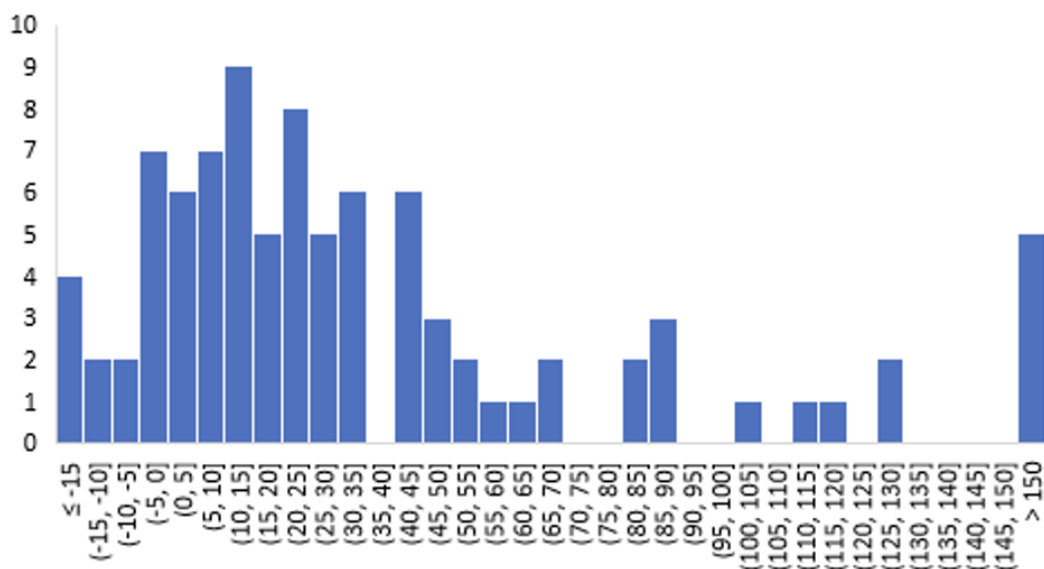
图 8: 2001 年后科技企业经营活动现金流提高, 融资活动现金流转负 (回购和发放股利) (亿美元)



数据来源: Bloomberg, 天风证券研究所

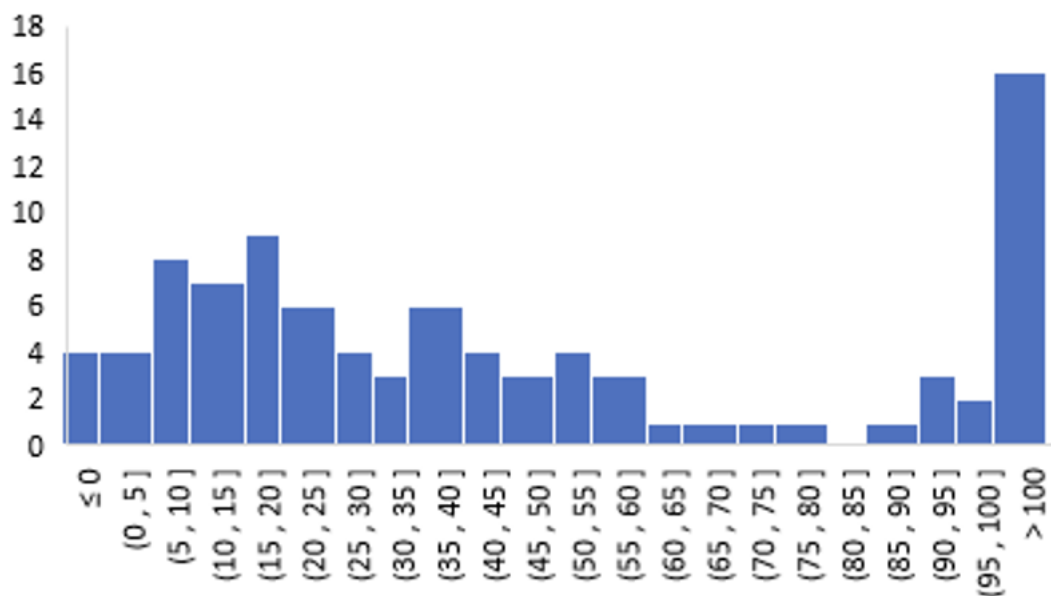
今天泡沫正在破灭的不是大型科创企业，而是小型科创企业。考察 GICS 行业分类下信息技术中的 3196 家企业，按照市值排名，以前 30% 为大公司，剩余 70% 为小公司。2022 年大公司中净利润为负的比例为 20%，而小公司这一比例为 38%，接近大公司的二倍。此外，大公司自由现金流的中位数水平为 4520 万美元，而小公司这一水平为 -213 万美元，大公司净利润中位数水平为 2.08 亿美元，而小公司只有 2145 万美元。大型科技企业创造利润和现金流的水平明显强于小型科技企业。

图 9: 科技企业净利润 (亿美元) 分布直方图 2022



数据来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 10: 科技企业经营活动现金流 (亿美元) 分布直方图 2022



数据来源：Bloomberg，天风证券研究所

因此，我们认为至少上市的科技企业在利润和现金流表现上显著强于 2000-2002 科网泡沫时期。未上市的小型科创企业若不能产生利润和现金流，在高利率的环境下破产概率大大增加，但这可能影响到的是 PE、VC 等投资机构，而非间接融资渠道的银行。因此，这轮加息周期导致的科技企业业务低迷很难真正伤害到银行业，从而引起广泛和持久的经济衰退。

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