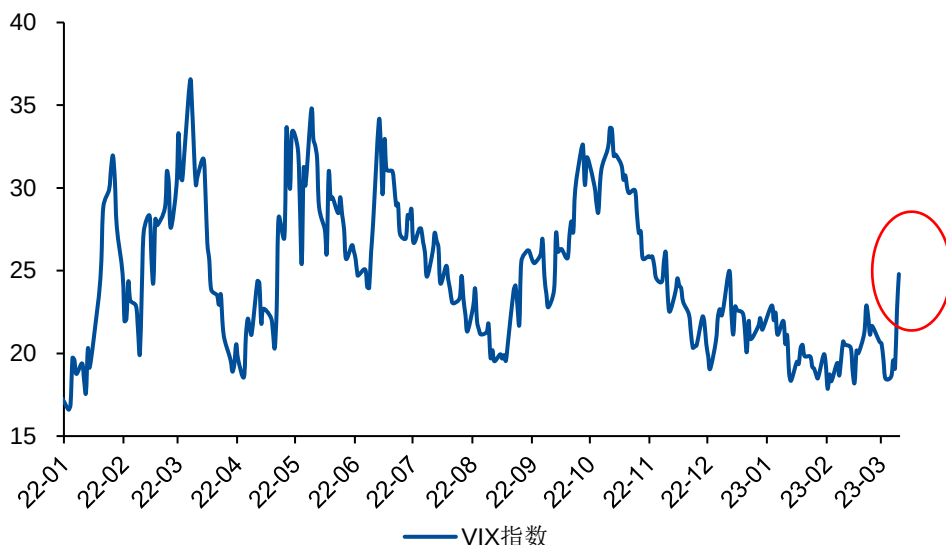




能解救硅谷银行的，恰恰是它自己？

硅谷银行爆雷带来了市场波动



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

- 电影《大空头》中，在 2008 年美国次贷危机发生前，一位对冲基金经理认为美国房地产市场即将出现崩盘，因此购买了大量的 CDS 来下注。虽然最终大获全胜，但做空的过程却充满了各种曲折，其管理的资金也多次面临清盘风险。
- 在一定程度上，这位伟大的对冲基金经理低估了市场的调整能力。因为任何一次小型危机，都可能触发市场的相关调整以及监管应对，从而在一定程度上释放金融系统的压力。
- 硅谷银行的轰然倒下，带来了市场避险情绪的上升，美国国债收益率也因此大幅下行——而这可能是硅谷银行在破产前最希望看到的场景。不幸的是，如果这是一次烟花表演，那么硅谷银行成了点燃烟花的火药。
- 短期而言，硅谷银行爆雷带来了金融市场的波动，这很可能让美联储在本月选择加息 25 个基点，而非市场担心的 50 个基点。由于监管介入及时，以及事件本身会让金融机构更加关注风险管理，硅谷银行事件在一定程度上释放了金融风险。
- 这造成了一种让人啼笑皆非的困境：隐藏金融风险勉力维持机构运行，硅谷银行的未实现损失会越来越大；而爆雷后带来的市场避险情绪反而会减轻类似的风险和亏损；金融风险越大，美联储停止加息甚至降息的可能性就越大。从某个角度而言，硅谷银行遇到的危机，恰恰可能要靠“爆雷”才能解决。

硅谷银行轰然倒下

美国当地时间3月9日，硅谷银行（Silicon Valley Bank, SVB）发表声明，宣布出售一批价值约210亿美元的证券，并承认这会造成约18亿美元的亏损。为避免流动性危机，该银行希望通过出售普通股和可转换优先股筹集22.5亿美元。消息公布后引发抛售潮，硅谷银行母公司SVB金融集团股价当天暴跌逾60%，当日收盘价仅为106美元。

3月10日，SVB金融集团股票盘前再大跌逾60%，低至36美元左右，开市前两度停牌。当天晚些时候硅谷银行宣布破产，随后美国联邦存款保险公司（FDIC）宣布，金融监管机构已经关闭了硅谷银行，并查封了其存款，这是自2008年金融危机以来美国银行业发生的最大规模的倒闭事件，也是有史以来第二大规模的倒闭事件。

成也科技，败也科技

SVB的问题可以追溯到2020年下半年，随着美国方面对疫情担忧的消退，同时美联储一边承诺长期维持零利率，一边大举进行量化宽松，这推动了全球的科技行业迎来了融资的热潮。在这个过程中，大量的初创科技企业能够轻松拿到贷款，导致手里的存款也大量增加，这些存款有相当一部分最终流入了SVB，一举推动SVB成为了全美第16位的银行。

与此同时，SVB的总存款额也由760亿美元飙升至1,900亿美元。存款流入后SVB需要将资金作出配置，在加息之前如果仅将资金置于美联储的准备金账户，年化收入极低（仅有0.1%左右）。此时SVB选择买入相对安全的固定收益资产，即美债和抵押贷款支持证券（MBS）。MBS的增持量约为800亿美元，其中97%左右的久期都在10年以上，但是平均收益率只有1.5%。

另一方面，美联储在2022年开始加息后，全球科技初创企业的融资环境开始恶化，为了维持正常的研发和企业运转，就只能消耗银行存款，而相当多的初创科技企业存款在SVB，这就使得SVB存款项出现了大量流出。再加上美联储缩表等因素，SVB的负债端出现了比较大的压力。在当前的利率环境下，持有美国国债即有4%以上的收益，这导致仅有1.5%收益的MBS价格大幅下挫。另一方面，亏损出售MBS事件说明其本身流动性出现了问题，这引发了储户担忧进而发生大规模挤兑，崩盘因此发生。美国监管机构公布的信息显示，仅3月9日一天储户试图提取资金量高达420亿美元。

总体来看，SVB是一家没有零售业务，专注于PE/VC和科技型企业融资的中小型银行。目前美国存款保险的赔付限额是25万美元，公司存款在25万以下的个人客户占比仅有2.7%，几乎是所有银行里最低的，机构占比超过97%，这些公司的存款实际上是有非常大的挤兑风险。

3月10日，根据FDIC发布的一份声明，美国加州金融保护和创新部当日宣布关闭美国硅谷银行，并任命FDIC为破产管理人，FDIC随即将硅谷银行参保的所有存款转移至圣克拉拉储蓄保险国家银行（DINB）。

FDIC 表示正在寻找买家，如果无法找到将开始清算。如果 SVB 被迫清算，其实际上已经资不抵债。

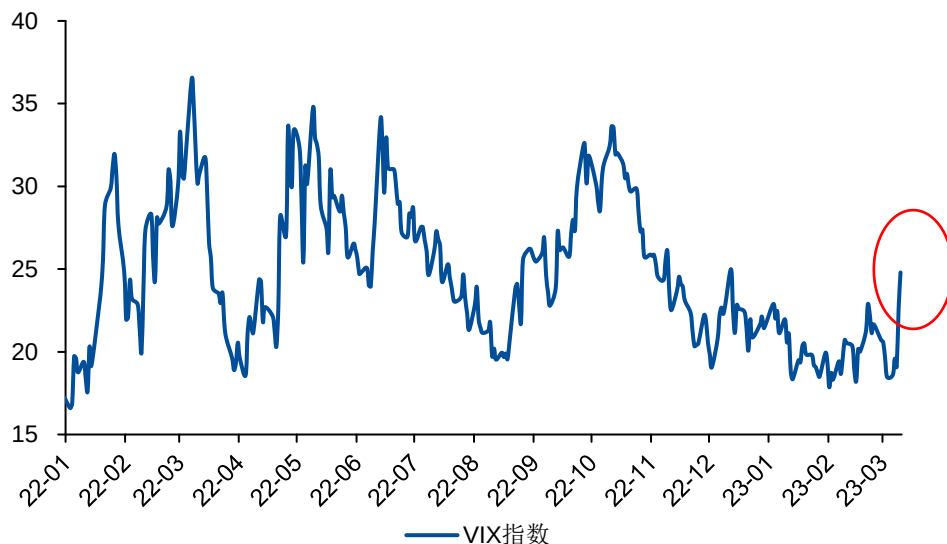
难以预测的金融风险

SVB 事件的爆发，在一定程度上表明，金融风险几乎是无法预测的。但与此同时，这一事件与英国养老金危机类似，都是在利率上行过程中导致的按市值计价（mark-to-market）损失过大带来“资不抵债”，从而导致了金融风险的爆发。

由于发达经济体仍然在加息周期中，市场不可避免地开始担心 SVB 事件的传染性，但从某个角度而言，金融风险的传导本身就是非线性和非理性的。因此通过安抚金融市场来达到稳定信心和避免风险传导，是监管机构需要做的首要工作。从这个角度而言，英国央行在养老金危机中已经给市场作出了表率。因此，只要有央行作为最终贷款人，出现流动性风险的概率从目前而言仍然较小。

短期而言，SVB 事件的“神助攻”让美联储在本月加息 50 个基点的概率变小，25 个基点的加息成为了更加实用的选择。如果最终加息为 25 个基点，这对于此前受到鲍威尔“鹰派”听证惊魂未定的金融市场而言也是一个好消息。从美联储的角度而言，其虽然不会轻易更改抑制通胀的政策目标，但在可能的市场动荡前保持一定的政策灵活性，可能是一个更加理性的选择。

图 1：SVB 事件带来了市场的波动



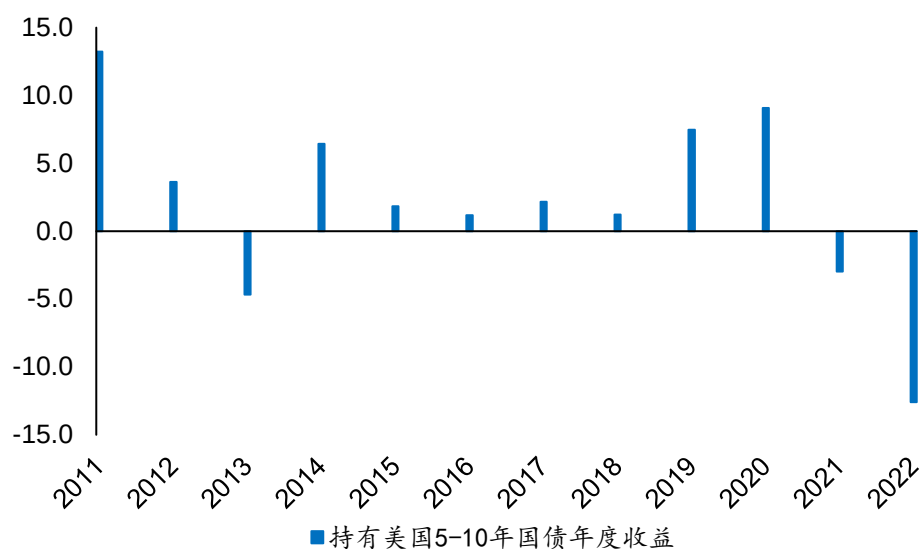
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

从中长期的角度而言，市场真正担心的是美国经济基本面的可能恶化。也就是说，如果底层资产也变得不够安全，那么流动性风险就会叠加信用风险而出现，并通过衍生品等工具迅速蔓延至金融体系和实体经济之中。

目前而言，美国经济仍然运行在正常轨道中，劳动力市场甚至仍然表现出过热的状况。美国经济是否会陷入“衰退”，抑或实现“软着陆”甚至“不着陆”，市场仍然在激烈的博弈之中。某种程度上，市场倾向于认为美国经济不会出现严重的失速，但对于通胀能否回到 2% 的目标区间之内似乎

存在更大的疑问。换言之，如果通胀在未来一段时间内仍将保持高位，这也意味着利率也会在高位运行，对于很多存量的长久期的风险资产而言，市场利率的高企将意味着按市值计价的损失仍将维持，这也是 SVB 事件爆发的最根本原因之一。如果利率不再快速上行，那么存量资产可以在一定程度上得到一个缓冲期来逐步消化其在过去一段时间中按市值计价的损失。从投资美国长期国债的收益来看，2021 和 2022 年两年出现了连续的年度负收益，这也是 2008 年金融危机来首次出现。对于长期持有国债的金融机构来说，这样的市值计价损失已经出现，相信很多机构已经在承受类似 SVB 的痛苦。从这个角度而言，将通胀控制在一个较为稳定的范围内就显得十分重要。对于美联储而言，如果无法快速实现抑制通胀的目的，通过调理式的“缓慢货币紧缩”来保持经济和通胀的稳定运行，可能是其最想达到的新均衡（New Equilibrium）。但类似硅谷银行事件这样的金融市场中的不安定因素却仍然会对市场造成扰动。

图 2：过去两年美国国债投资出现了连续负收益



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

“资产定价”与“金融杠杆”

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53227

