

SVB：个例风险还是共性危机？

——海外宏观札记 0312

研究结论

- 硅谷银行（SVB）崩盘原因：
 - -1）客户行业分布结构性倾向科技创业公司。这类机构天然具有大额、高波动的现金流需求，因此，SVB 的存款组合也就变得极不稳定。
 - -2）资产端持有债券的比例极高且投资组合质量差。以过去投资的中长期债券为主导的资产端收益率，越来越难以覆盖负债端利率跟随当下市场利率的上行冲动，期限错配使得 SVB 的净利息收入奄奄一息。
 - -3）事后处置错误选择抛售浮亏资产。基于对利率还将持续上行的判断，SVB 没有选择进入融资市场，而是选择止损、抛售浮亏资产。
- 我们分析发现：本轮紧缩周期中，银行体系尤其是小银行面临的压力可能确实是一个共性问题——在本轮激进的加息、缩表过程当中，美国银行体系的流动性总量收紧。结构上，准备金有可能过度集中在大银行手中，这意味着小银行手中掌握的准备金规模并不像大银行一样宽裕。这意味着即便总量充裕，小银行流动性吃紧确实可能是一个现实的风险点。
- 客户敞口向特定行业打开：科技板块并非本轮紧缩周期当中唯一承压的行业领域：诸如地产、汽车等等，都是传统上对经济下行、利率上行周期性反应尤为敏感的领域。SVB 之后，金融机构对这类周期性行业的结构性敞口应当会受到更加普遍的重视。
- 资产负债的期限错配和净利息收入承压的问题，也可能并非仅存在于 SVB 一家。从近期的美股市场表现来看，市场也正在为这种类 SVB 的风险进行定价。更危险的是，这种担忧不仅影响股票定价，这有可能影响小银行的储户心理，加速和加剧相似银行面临的流动性压力，促成预期的自我实现。
- 前瞻：SVB 并非纯粹的个例。在政策紧缩周期持续的环境中，更多承受类似压力的存款机构，或早或晚亦有可能迎来风险的加剧。首先需要跟踪的是恐慌情绪传染之下，流动性需求加剧的风险。继而，在 SVB 选择抛售资产策略失败后，我们估计随后更多银行可能在流动性压力时刻选择求助于市场融资。那么融资的规模、利率等相关指标，或将成为后续监测银行体系流动性压力的重点指标。
- 市场：美股银行板块整体大跌，区域性银行板块下跌尤其剧烈，这明显是对类 SVB 共性风险的定价。但是，-1）结构性的压力主要呈现在小银行；-2）金融体系内部仍有充裕流动性，在 SVB 的失败之后，融资市场有能力为其他具有潜在风险的银行提供缓冲，类似的失败在短期内未必反复出现。那么，短期来看，股市的风险定价较为充分，甚至可能有投资者转而寻求下跌过程当中错杀机会。
- 博弈联储转向（Pivot）的新论据：利率和美元汇率在 SVB 事件发酵之后大幅下跌，与真正的流动性危机情况下的情境反向，恰好说明目前的情况距离真正的流动性危机尚有一段距离，认为这将对美联储持续激进加息的政策操作起到一定程度上的警示作用。因此，市场博弈货币政策边际转向宽松方向又多了一个新的“论据”。本轮银行业风波之后，短期来看，预计美联储 3 月份利率会议释放的政策信号将更加偏向于温和，特别是有可能表达有关金融条件的评价。中期来看，我们仍然认为金融体系的稳定性将是后续影响美联储决策的强约束。

风险提示

流动性风险变化的非线性。

报告发布日期

2023 年 03 月 13 日

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

不着陆叙事：海外市场还有多少回调风险？——海外宏观札记 0228	2023-03-01
加息终点、财报季、裁员潮：——海外宏观札记 0130（春节海外复盘）	2023-02-01
2023 海外宏观年度展望：下山的路	2022-11-30

目 录

个例：SVB 缘何崩盘？	4
共性：是否系统性、可传染？	5
前瞻：风险还会否兑现？ 如何跟踪？	9
市场：当前定价的逻辑、节奏	10
银行板块的整体性下跌：风险定价&错杀	10
利率、汇率：博弈联储转向（Pivot）的新论据	10
风险提示	12

图表目录

图 1：SVB 客户行业分布.....	4
图 2：SVB 资产端结构（截至 2022 年 12 月）.....	5
图 3：证券资产/%存款：全美主要银行.....	5
图 4：美联储资产负债表两端的分项规模变化.....	6
图 5：准备金分布：大银行 vs 小银行.....	7
图 6：大额存单规模：大银行 vs 小银行（十亿美元）.....	7
图 7：贷款/%存款：小银行 vs 大银行.....	7
图 8：商业地产贷款/ %总贷款：小银行 vs 大银行.....	7
图 9：美国上市银行净利息收入（%总资产）&净息差变动、股价涨跌幅.....	8
图 10：全美银行资产端未实现损益（十亿美元）.....	8
图 11：逆回购（ON RRP）规模（十亿美元）.....	9
图 12：担保隔夜利率（SOFR）（%）.....	9
图 13：美联储回购规模（百万美元）.....	10
图 14：美联储贴现窗口使用规模（百万美元）.....	10
图 15：SPDR 金融业指数 ETF、区域性银行指数 ETF.....	10
图 16：银行股市值（十亿美元）、涨跌幅（3/8-3/10，%）.....	10
图 17：2y、10y 美债收益率日内走势（%）.....	11
图 18：美元指数日内走势.....	11
图 19：3 个月 SOFR 期货（SFRZ3）价格.....	11
图 20：FFR 期货隐含加息路径.....	11

个例：SVB 缘何崩盘？

一方面，硅谷银行（SVB）的陨落确实足够“特殊”——

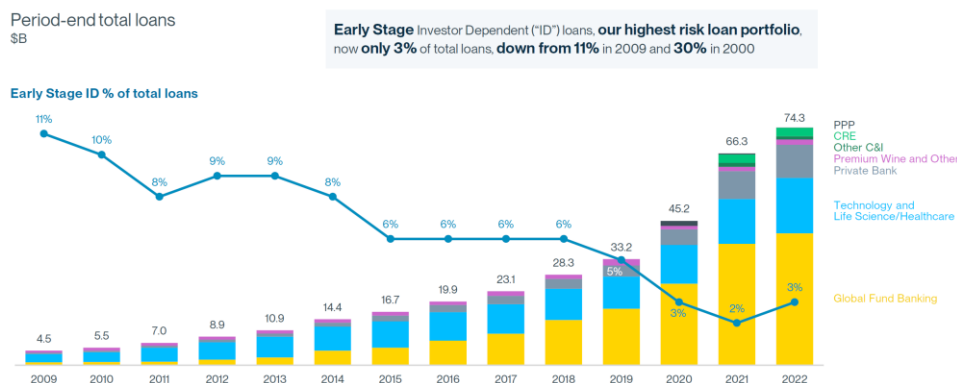
本轮紧缩周期至今，大家曾经最多的疑问在于：为何美国经济和金融体系在激进加息之中体现出超预期的韧性？类似的讨论可能在 SVB 暴雷之前都还在延续。我们认为这主要得益于次贷危机后美国长期的去杠杆、金融监管和产业结构调整带来的更好的体系稳健性。这曾让我们推演本轮周期具体的风险变现、硬着陆“剧本”的难度比以往大得多。

但是在 SVB 的案子当中，其方方面面的个例特征和存在的薄弱环节，较为精准地踩在了当前经济和政策紧缩的结构性压力点上，从而酝酿形成了一场落地的危机。比如：

-1）客户行业分布结构性倾向科技创业公司。正如其名，硅谷银行（SVB）客户群体中绝大多数以硅谷创投基金、早期科技公司、生命科学公司为主，核心业务集中于吸收科技初创企业筹集的现金，并向风险投资和私募股权公司提供贷款。

这类机构天然具有大额、高波动的现金流需求，因此，SVB 的存款组合也就变得极不稳定。在 2021 年科技投资热潮的顶峰时期，SVB 储户存款从 1020 亿美元激增至 1890 亿美元。但是近两年来，美联储货币政策大幅收紧，创投基金、科技创业公司融资困难，SVB 客户的提款额就开始大幅增加，SVB 负债端承受存款利率上行或者存款挤兑的压力。

图 1：SVB 客户行业分布



数据来源：SVB，东方证券研究所

-2）资产端持有债券的比例极高且投资组合质量差。在规模飞速增长之后，SVB 选择在资产端将资金大量投资于美国国债和 MBS，建立起规模约 1080 亿美元的债券投资组合。但是事后来看，他们的投资组合似乎对市场 and 利率形势产生了错误的判断。在美联储持续加息过程当中，大部分债券投资组合都蒙受了损失，SVB 自然也不例外。因此，以过去投资的中长期债券为主导的资产端收益率，越来越难以覆盖负债端利率跟随当下市场利率的上行冲动，期限错配使得 SVB 的净利息收入奄奄一息。

当然，这笔庞大的债券组合还在加息过程中承受着严重的浮亏。只是基于会计上的处理，持有到期（HTM）和可供出售（AFS）账户下的债券浮亏，不会直接影响到 SVB 的当期损益。

债券组合风险敞口的问题在各家银行普遍存在，但 SVB 情况是最突出的：其证券组合/总存款比重接近 70%，在各大银行公开数据当中排名第一，远超均值的 40%。而在资产端除了债券以外，SVB 持有现金仅 140 亿美元左右，显然无法与其庞大且波动的存款规模对等。危机时刻，SVB 选择变现债券组合以应付负债端流动性的念头，也就完全可以理解了。

-3) 事后处置错误选择抛售浮亏资产。面对上述问题，SVB 主要有两种解决路径可供选择：

- ①进入融资市场，滚动支付较高的债务成本（由于 SVB 的困境，可能大幅超出市场平均融资利率），持续应付流动性的缺口。
- ②出售账上浮亏债券资产，确认投资损失，重建具有更高收益率的资产端投资组合并改善流动性。

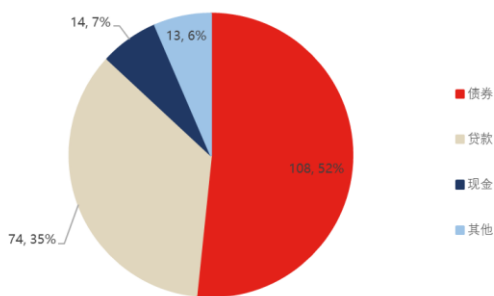
两相权衡，SVB 似乎在此时又选择相信了政策面的前瞻指引（higher for longer），基于对利率还将持续上行的判断，SVB 没有选择进入融资市场，而是选择止损、抛售浮亏资产，试图一次性扭转高息环境下的不利局面。

这样，就出现了本次危机的导火索，3月8日 SVB 的一份战略公告。这份公告公开了 SVB 目前面临的境况以及应对上述问题选择的处置方案：其宣布将出售规模约 210 亿美元的 AFS 账下美债、MBS，资产久期为 3.6 年，收益率仅 1.79%。在当下利率环境之中，该出售行动将导致 18 亿美元的税后亏损。另外，SVB 还计划通过出售普通股和优先股募资 22.5 亿美元。

根据公告，这一系列操作的目标是：即刻增加 EPS，重整资产负债表，使得资产负债风险敞口更加匹配当前的高息环境，最终将对净利息收入（NII）起到年化 4.5 亿美元的改善作用。

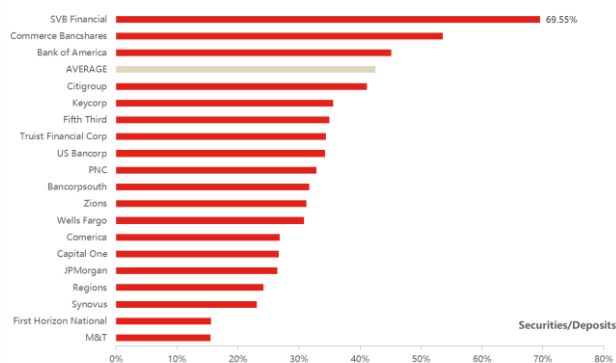
但显然，投资者对于 SVB 的解释并不买账，将其对于债券资产的亏本抛售和股权融资理解为银行的流动性储备面临严重风险，银行难以通过其它方式获得融资以应付潜在存款挤兑。因此产生强烈担忧，导致预期螺旋恶化、股票大跌，以及银行的流动性缺口崩盘...

图 2：SVB 资产端结构（截至 2022 年 12 月）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：证券资产/%存款：全美主要银行



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

共性：是否系统性、可传染？

另一方面，在每一轮系统性风险发生的前夜，其实都有危机个例出现的界碑，市场也总是倾向于钻研个例的特殊性。危机究竟仅仅是特殊的个例，还是揭示了某种系统性潜在风险的冰山一角？

我们认为，也有必要在 SVB 的个例剖析以外，再来审视一遍我们当前所见的 SVB 风险引发的过程，是否可能具备系统性、可传染的特征。

我们分析发现：本轮紧缩周期中，银行体系尤其是小银行面临的压力可能确实是一个共性问题——

2008 年金融危机后，全球金融监管改革聚焦“系统性重要”金融机构。这轮监管显著强化了大型金融机构抵御风险的能力，但是当前金融条件收紧的压力再度来临时，中小型金融机构的脆弱性却暴露地更加明显。

在本轮激进的加息、缩表过程当中，美国银行体系的流动性总量收紧。以美联储资产负债表作为观察窗口（图 4，统计自 22.3.9 至今）：

-1）一方面，资产负债表总量缩减，规模约 6000 亿美元。

-2）另一方面，在快速加息过程中，即时性同短端利率挂钩的负债项目（典型：逆回购），相较银行存款具备越来越强的竞争力，进一步形成了同银行体系争夺流动性的效果。因此，流动性收紧结构性地重点表现在了银行体系流动性的收紧（准备金规模缩水）。准备金规模缩水几乎解释了联储资产负债表在负债端的全部萎缩。

图 4：美联储资产负债表两端的分项规模变化

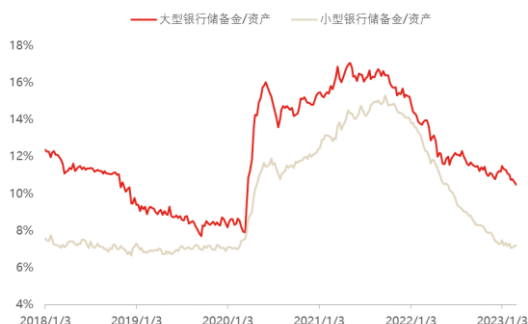
项目	规模（十亿美元） 2023.3.8	变动 2022.3.9- 2023.3.8	项目	规模（十亿美元） 2023.3.8	变动 2022.3.9- 2023.3.8
资产			负债		
黄金证券账户	11.04	0.0%	联储票据、联储银行持有净额	2,257.80	2.1%
特别提款权账户	5.20	0.0%	逆向回购协议	2,560.35	-30.2%
硬币	1.31	2.0%	存款	3,495.95	-38.6%
持有证券、未摊销证券溢价和贴现、回购协议和贷款	8,242.73	-6.8%	存款机构其他存款	3,003.68	-31.6%
持有证券：合计	7,948.34	-6.8%	美国财政部一般账户	311.73	-95.5%
美国国债	5,335.95	-7.8%	外国官方	9.43	19.4%
短期债券	283.96	-14.8%	其他存款	171.11	-60.3%
中长期名义债券	4,573.74	-8.8%	延迟入账现金项目	0.82	62.2%
中长期通胀指数债券	377.02	-3.0%	其他负债及应计股息	-30.48	124.4%
通胀补偿债券	101.22	24.3%	财政部对信贷部门的捐助	15.35	-38.5%
联邦机构债券	2.35	0.0%			
抵押贷款支持债券(MBS)	2,610.04	-3.1%			
当前持有的未摊销证券溢价	307.03	-13.2%			
当前持有的未摊销证券贴现	-27.84	26.5%			
正向回购协议	0.00	0.0%			
其他贷款	15.21	-81.8%			
MS Facilities LLC 的净投资组合持有量	22.43	-29.3%			
地方债流动性工具	5.59	-18.5%			
持有TALF II LLC投资组合净额	1.94	-30.3%			
托收中项目	0.05	-31.2%			
银行不动产	0.47	-191.2%			
中央银行流动性互换	0.41	28.2%	资本		
外币计价资产	18.21	-9.8%	实收资本	35.71	3.9%
其他联储资产	32.91	4.3%	盈余资本	6.79	0.0%
			其他资本	0.00	0.0%
总资产	8,342.28	-6.8%	负债及资本	8,342.28	-6.8%

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

从总量上来看，准备金规模虽然大幅下降，但缩减比例还谈不上夸张（较加息前减少约 30%，对应规模 9000 亿美元），而当前银行准备金剩余体量仍然可观。但是结构上，准备金的分布存在一个问题：即有可能过度集中在大银行手中，这意味着小银行手中掌握的准备金规模并不像大银行一样宽裕（图 5）。叠加准备金规模收紧的趋势里，可能也同样存在结构性（小银行流失压力比大银行更大），这意味着即便总量充裕，小银行流动性吃紧确实可能是一个现实的风险点。

当 FDIC 接管 SVB，我们还发现 SVB 的存款结构当中绝大多数为机构储户的大额存款，这也并不仅仅是 SVB 的个案现象——大额存单在小银行的分布明显多于大银行。这也意味着一旦类似 SVB 的预期恐慌和挤兑再次出现，小银行可能面临更加集中的存款流失压力。

图 5：准备金分布：大银行 vs 小银行



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

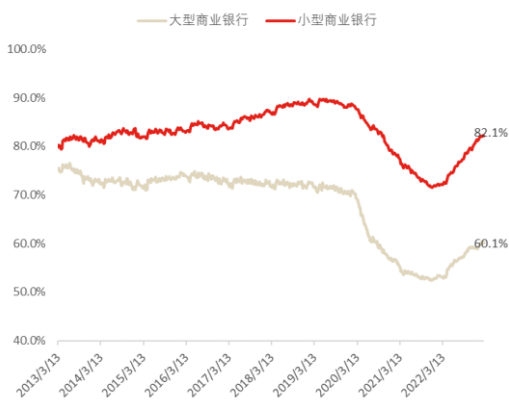
图 6：大额存单规模：大银行 vs 小银行（十亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

客户敞口向特定行业打开：SVB 案例当中，存/贷款两端客户过度倾斜科技行业，也是导致 SVB 暴雷的重要原因。但是显然，科技板块并非本轮紧缩周期当中唯一承压的行业领域：诸如地产、汽车等等，都是传统上对经济下行、利率上行周期性反应尤为敏感的领域。SVB 之后，金融机构对这类周期性行业的结构性敞口应当会受到更加普遍的重视。现状来看，首先，小银行的贷款/存款比重本身就高于大银行（图 7），其次，聚焦压力行业领域，以当前问题突出的商业地产为例，其在小银行贷款当中的占比又大幅高于在大银行贷款结构当中的占比（图 8）。那么，如果未来商业地产领域情况越发恶化，这又会否成为下一个被突破的小银行风险敞口？届时，银行面临的将会是存（挤兑风险）贷（信用风险）两端的风险夹逼，压力会比 SVB 更大。

图 7：贷款/%存款：小银行 vs 大银行



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：商业地产贷款/ %总贷款：小银行 vs 大银行



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

而资产负债的期限错配和净利息收入承压的问题，也可能并非仅存在于 SVB 一家。统计财报数据，美国过去一年净息差同比萎缩的银行有 10 家，SVB 在其中萎缩的幅度还不算最大。这意味着，SVB 经历的净利息收入改善、流动性风险缓释的诉求，可能在这批银行身上也尤为强烈。

从近期的美股市场表现来看，市场也正在为这种类 SVB 的风险进行定价：净息差、净利息收入差的银行跌幅尤其显著。

更危险的是，这种担忧不仅影响股票定价，这有可能影响小银行的储户心理，加速和加剧相似银行面临的流动性压力，促成预期的自我实现——SVB 本身也正是由于错误的行动导致预期恶化，负债端挤兑的速度超出了资产端融资的速度，流动性上本可填补的“小窟窿”最终变成“大窟窿”，才最终演化为崩盘。

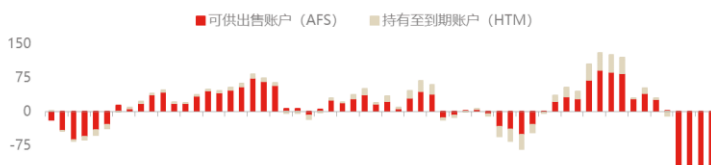
而在史诗级的加息周期持续的环境当中，全美银行账上持有的债券资产几乎都是浮亏的，总计未实现损益已经超过 6200 亿美元，这笔损失目前还没有影响到银行损益。其中记在 HTM 账上尚未影响账面价值的超过 3400 亿，记在 AFS 账上、影响账面价值但尚未影响损益的接近 2800 亿。如果还有银行选择抛售资产来调整投资组合、周济流动性，过程当中实现损失几乎是不可避免的。

图 9：美国上市银行净利息收入（%总资产）&净息差变动、股价涨跌幅

	净利息收入/平均资产环比变化 22Q4-22Q3	净利息收入/平均资产同比变化 22Q4-21Q4	净息差环比变化 22Q4-22Q3	净息差同比变化 22Q4-21Q4	近期股价变动 (3.6-3.10)	净利息收入/平均资产		
						21Q4	22Q3	22Q4
Dime Community Bancshare	-0.06	-0.01	-0.01	-0.88	-6.14%	2.93	2.97	2.91
Customers Bancorp	-0.34	-0.52	-0.39	-0.54	-23.39%	3.54	3.36	3.02
纽约社区银行	-0.30	-0.37	-0.41	-0.43	-14.40%	2.20	2.12	1.82
普斯派瑞蒂银行	0.02	-0.01	0.04	-0.20	-10.83%	2.67	2.64	2.66
第一共和银行/加州旧金山	-0.06	-0.01	-0.10	-0.14	-33.02%	2.33	2.37	2.31
Sandy Spring 银行	-0.05	-0.22	0.05	-0.12	-10.06%	3.32	3.14	3.09
第一金融银行	0.10	0.19	0.00	-0.04	-8.23%	2.89	2.97	3.08
社区银行	0.08	0.25	0.00	-0.03	-6.84%	2.42	2.60	2.68
BancFirst	0.29	-0.04	0.64	0.01	-2.00%	3.05	2.72	3.01
西太平洋银行	0.04	0.23	-0.14	0.01	-54.93%	2.89	3.08	3.12
STELLAR BANCORP	-0.31	0.08	-0.36	0.02	-7.46%	2.90	3.29	2.98
太平洋第一合众银行	0.07	0.07	0.03	0.02	-11.67%	3.15	3.15	3.22
KeyCorp	-0.02	0.10	0.00	0.03	-13.72%	2.18	2.30	2.28
美国Heartland金融	0.10	0.07	0.08	0.03	-8.19%	2.93	2.90	3.00
MERCHANTS BANCORP	0.02	0.09	0.10	0.03	-14.33%	2.50	2.57	2.59
冰川万通金控	0.06	0.15	-0.22	0.04	-10.90%	2.80	2.89	2.95
夏威夷银行	0.04	0.14	0.05	0.05	-14.03%	2.17	2.27	2.31
WesBanco	0.11	0.12	0.09	0.08	-8.09%	2.71	2.72	2.83
FIRST FOUNDATION	-0.08	-0.09	-0.28	0.09	-21.33%	2.60	2.60	2.52
Eagle Bancorp	0.04	0.28	-0.03	0.09	-9.44%	2.77	3.01	3.04
硅谷银行金融	0.06	0.53	-0.10	0.11	-62.54%	1.58	2.05	2.11

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：全美银行资产端未实现损益（十亿美元）



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_53233

