

紧缩的“终章”系列之五

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）

chendafei@gjzq.com.cn

分析师：赵宇（执业 S1130523020002）

zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？

硅谷银行破产，是下一个“雷曼时刻”吗？通过“六问”形式，从特殊性到普遍性，从微观到宏观，逐层推演，分析美国金融体系的系统性风险。本文分析，供参考。

热点思考：硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？

疫情爆发后，美联储快速扩表，硅谷银行采取较为激进的资产端策略，约 70% 新增资产均投向以美债为主的 AFS 和以 MBS 为主的 HTM。货币政策的反转使该类资产出现大幅的浮亏，其中，AFS 亏约 25 亿，HTM 亏约 150 亿。随着融资环境的收紧，硅谷银行客户企业纷纷提取存款。准备金不足的硅谷银行被迫出售美债兑现浮亏，引发市场恐慌。

系统性风险相对可控，美联储加快紧缩的风险下降，但转向可能性较低。硅谷银行体量不大、同业业务少，溢出效应有限。当下，美国银行业爆发系统性风险的概率较低，或有风险存在的中小银行规模占比低、高存款保险覆盖下传染性有限。硅谷银行破产风波倒逼美联储“政策转向”的可能性不高。通胀粘性下，前期过度下修的加息预期或有反复。

下一步，美联储需要在通货膨胀、经济增长和金融风险三者之间取得平衡，或加剧短端利率定价的波动，进一步抬升期限利差倒挂幅度。提示关注流动性紧缩的累积效应下，部分金融市场弱质环节风险或将加速暴露，以及 MBS 资产重估风险、非银金融机构资产错配风险、中小银行流动性风险、高收益债违约风险等。

海外基本面&重要事件：美国非农回落，整体金融条件稳定，但金融压力边际上升

美国 2 月非农回落，但略超预期，失业率升至 3.6%，衰退情绪抬升。2 月新增非农就业人数 31.1 万，预期 20.5 万，前值 51.7 万。非农数据公布后，芝商所（CME）隐含的美联储加息路径下移，3 月加息 50BP 概率回落至 70% 以下。“去通胀”与“不衰退”难以共存，失业率还将显著上行。

美国当前整体金融条件较为稳定，但金融压力边际上升。芝加哥联储金融条件指数 3 月 3 日当周录得 -0.4，前值 -0.4，处于宽松区间，OFR 金融压力指数上升，2 月 27 日录得 -1.1，较 2 月初 -1.4 提高，但仍处于压力较低区间。

海外高频活动数据显示美国周度 GDP 回落、欧洲回升，美国红皮书零售增速回落，美欧外出就餐继续改善，贷款利率反弹，原油库存累库势头减弱，BDI 指数延续上涨，全球 2 月制造业 PMI 升至 50。

全球大类资产跟踪：硅谷银行事件冲击下，避险资产上涨，风险资产调整

全球主要股票指数普遍下跌，港股领跌。恒生指数、纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业指数和上证指数分别下跌 6.1%、4.7%、4.5%、4.4% 和 3.0%；仅日经 225 小幅上涨，涨幅为 0.8%。

发达国家 10 年期国债收益率普遍下行。10Y 美债收益率下行 27.0bp 至 3.70%，德债下行 15.0bp 至 2.55%，意大利、法国和英国 10Y 国债分别下行 31.1bp、19.1bp 和 10.6bp；仅日债收益率上行 0.3bp。

美元指数小幅走强，挪威克朗、英镑和加元兑美元贬值，日元、欧元兑美元升值，人民币汇率贬值。欧元、日元兑美元分别升值 0.62%、0.05%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.04%、0.60% 至 6.9060、6.9389。

大宗商品涨跌分化，原油、有色悉数下跌，黑色系普遍上涨。受美联储强势放鹰与避险情绪影响，WTI 原油、布油分别下跌 3.7%、3.6%。受钢厂盈利情况好转，铁矿石和螺纹钢分别连续 8 周、5 周上涨，监管层透露“打铁”信号。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？	7
一问：硅谷银行经历了什么？资产端激进配置积蓄风险、负债端存款流失暴露问题	7
二问：类似问题普遍存在吗？银行业浮亏普遍存在、但负债端同时存在问题的银行不多	9
三问：会引发系统性风险吗？硅谷银行溢出效应有限、流动性环境未明显收紧	12
四问：会倒逼货币政策调整吗？系统性风险相对可控，政策就此转向言之尚早	14
五问：市场发生超调了吗？美股或仍有下行风险，A股短期情绪冲击已过	17
六问：或仍被低估的风险点？MBS 资产重估、非银机构期限错配、中小银行流动性风险等	19
二、海外基本面&重要事件	22
（一）流动性：美国金融条件宽松，金融压力边际上升	22
（二）通胀：原油、天然气价格微跌，美国核心通胀预测值反弹	23
（三）景气与领先：2月全球制造业 PMI 录得 50	24
（四）生产与就业：美国 2 月非农就业回落，但略超预期，就业保持韧性	26
（五）消费：美国商品消费回落、外出就餐改善	31
（六）地产：美国 30 年抵押贷款利率升至 6.7%	32
（七）库存：商业原油库存累库势头减弱	33
（八）供应链：BDI 指数延续大幅反弹	33
三、大类资产高频跟踪（2023/03/04-2023/03/10）	34
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	34
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍下行	36
（三）外汇市场追踪：美元指数小幅走强，人民币贬值	36
（四）大宗商品市场追踪：原油、有色金属价格悉数下跌，黑色系价格普遍上涨	37
风险提示	39

图表目录

图表 1：2019Q4-2022Q1，硅谷银行与美联储同步扩表	7
图表 2：2020-21 年硅谷银行资产端 AFS、HTM 占比大涨	7
图表 3：2022 年硅谷银行资产端久期明显拉长	7
图表 4：硅谷银行负债端以活期存款为主	7
图表 5：2022 年美国国债占硅谷银行 AFS 的一半以上	8
图表 6：2022 年居民 MBS 占到硅谷银行 HTM 的 75%	8
图表 7：自 2022 年起美债和 MBS 指数大幅下跌	8
图表 8：近两年硅谷银行资产账面浮亏问题严重化	8

图表 9: 风投规模锐减, 银行客户现金流恶化.....	9
图表 10: 2022 年起, 硅谷银行的存款不断减少.....	9
图表 11: 硅谷银行从 2021 年中旬开始减持现金.....	9
图表 12: 持续加息环境下, FHLB 融资利率高企.....	9
图表 13: 2020 年以来, 存量 MBS 久期趋于上行.....	10
图表 14: 美国银行业积累了大量的未实现损益.....	10
图表 15: 总资产规模前 100 的美国商业银行持有至到期投资账面浮亏情况.....	10
图表 16: 小型银行资产端错配更为严重.....	11
图表 17: 大型银行存款流失更为明显.....	11
图表 18: 美国四大商业银行持有 AFS、HTM 相对有限.....	11
图表 19: 四大商业银行中 3 个面临较大体量的存款流失.....	11
图表 20: 部分中小型银行持有 AFS、HTM 占比较高.....	12
图表 21: 资产端激进的中小银行存款流失多不严重.....	12
图表 22: 硅谷银行规模与结构均与雷曼兄弟相去甚远.....	12
图表 23: 相较雷曼时刻, 当下 MBS、美债流动性较好.....	12
图表 24: 美国四大银行信用违约互换利差并未显著上行.....	13
图表 25: 美国金融条件仍相对宽松.....	13
图表 26: 美国隔夜逆回购规模仍高居 2 万亿美元以上.....	13
图表 27: FRA-OIS 利差仍处于历史低位.....	13
图表 28: 2008 年以来, 美国银行一级资本充足率抬升.....	14
图表 29: 美联储创新型货币政策工具的使用.....	14
图表 30: 避险资产明显反弹.....	14
图表 31: 美债利率大幅回落.....	14
图表 32: FedWatch 显示的美联储加息预期变化.....	15
图表 33: 2024 年 1 月美联储降息预期明显升温.....	15
图表 34: 美国商业银行资产集中在大型商业银行.....	15
图表 35: 中小银行的存款保险覆盖率较高.....	15
图表 36: 20 世纪 80 年代末储贷危机间银行倒闭情况.....	16
图表 37: 美联储并未在“储贷危机”间停止加息.....	16
图表 38: PCE 服务项及其拉动结构.....	16
图表 39: 美国 PCE 通胀的结构: 扩散指数.....	16
图表 40: 美联储加息终点利率与 10Y 国债利率分歧较大.....	17
图表 41: 当下 10Y-2Y 美债期限利差已近历史低位.....	17
图表 42: 9 日硅谷银行跌逾 60%, 拖动纳指下行.....	17
图表 43: 标普 500 多数行业均现明显下跌.....	17

图表 44:	硅谷银行情绪冲击, 北上资金快速流出	18
图表 45:	硅谷银行事件爆发后两日内全球市场涨跌情况	18
图表 46:	当下, 美股各行业盈利回调幅度	18
图表 47:	“杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始	18
图表 48:	当下, 中美经济基本面分化	19
图表 49:	上证指数估值较低、股债性价比较高	19
图表 50:	中国市场兼具高增长、低估值优势	19
图表 51:	经济“东升西落”下, 人民币升值预期走强	19
图表 52:	MBS 是美国固收市场的重要组成部分	20
图表 53:	美国 MBS 收益率与国债、抵押贷款利率挂钩	20
图表 54:	英国养老金资产配置以债券为主	20
图表 55:	美国养老金规模里, DB 型占比达 30%以上	20
图表 56:	居民提取存款需求上升	21
图表 57:	小型银行现金占比快速下降	21
图表 58:	部分中小型银行已经出现存款快速下降的情况	21
图表 59:	99%分位 SOFR 利率值得关注	21
图表 60:	美国企业债信用利差快速飙升	22
图表 61:	美国企业 IPO 规模快速缩减	22
图表 62:	美国企业债发行规模快速缩减	22
图表 63:	高收益债发行利率远高于存量债务票息率	22
图表 64:	芝加哥联储金融条件宽松	22
图表 65:	OFR 金融压力指数 2 月份上升	22
图表 66:	全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%	23
图表 67:	3 月 10 日当周原油价格微跌, 降幅放缓	23
图表 68:	3 月 6 日美国汽油价格回落至 3.3 美元/加仑	23
图表 69:	3 月 10 日当周天然气价格降至 2.4	24
图表 70:	本周盈亏平衡通胀下降, 实际利率下降	24
图表 71:	克利夫兰联储预测 2 月美国 CPI 回落至 5.4%	24
图表 72:	克利夫兰预测 2 月核心 CPI 反弹至 5.7%	24
图表 73:	全球主要国家 CPI 热力图, 韩国 2 月 CPI 同比 4.8%, 墨西哥、巴西通胀增速回落	24
图表 74:	欧元区 3 月投资信心回落	25
图表 75:	欧元区 3 月个人与机构预期均回落	25
图表 76:	美国经济好于预期, 欧洲和日本边际走弱	25
图表 77:	2 月以来中国经济好于其他新兴市场	25
图表 78:	全球主要国家制造业 PMI, 2 月全球 PMI 升至 50, 印度制造业 PMI 读数最高	25

图表 79: 美国 2 月新增非农就业人数较上月回落, 但略超预期, 就业保持韧性.....	26
图表 80: 美国 2 月非农就业人数.....	26
图表 81: 2 月分行业非农就业人数.....	26
图表 82: 美国 2 月分行业平均时薪同比、环比增速.....	27
图表 83: 美国 2 月平均时薪增速小幅反弹.....	27
图表 84: 美国 2 月平均时薪环比涨幅.....	27
图表 85: 美国 2 月失业率、劳动参与率、就业率.....	28
图表 86: 美国 2 月失业率小幅反弹至 3.6%.....	28
图表 87: 2 月就业率小幅抬升至 60%.....	28
图表 88: 非农公布后, 美元指数下跌.....	29
图表 89: 非农公布后, 美债振荡下跌.....	29
图表 90: 非农公布后, 纳斯达克下跌.....	29
图表 91: 非农公布后, 黄金上涨.....	29
图表 92: “去通胀”与“不衰退”难以共存.....	30
图表 93: 美国 3 月 4 日当周初请失业人数升至 21 万.....	30
图表 94: 持有失业保险人群的失业率 1.2%.....	30
图表 95: 美国 2 月 ADP 就业环比增 24.2 万人.....	31
图表 96: 休闲酒店、金融、制造业就业较好.....	31
图表 97: 上周纽约联储 WEI 指数 0.8%, 前值 1.1%.....	31
图表 98: 欧元区周度 GDP 跟踪 3.3%, 前值 2.7%.....	31
图表 99: 上周美国粗钢产量 166 万短吨, 持平前值.....	31
图表 100: 上周美国粗钢产能利用率 74.4%, 前值 74.9%.....	31
图表 101: 美国红皮书零售增速 3%, 前值 5.3%.....	32
图表 102: 上周美国红皮书零售走弱幅度较大.....	32
图表 103: 全球 Open Table 用餐人数回升.....	32
图表 104: 柏林外出就餐修复较好, 纽约较差.....	32
图表 105: 上周美国 MBA 市场指数小幅反弹.....	32
图表 106: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.1%.....	32
图表 107: 本周美 30 年贷款利率升至 6.7%, 十债 3.7%.....	33
图表 108: 美国抵押贷款综合指数上周反弹至 202.....	33
图表 109: 上周美国原油库存减少 170 万桶.....	33
图表 110: 上周美国战略原油储备不变.....	33
图表 111: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1327.....	34
图表 112: 本周 CCFI 海运价格延续回落.....	34
图表 113: 纽约地铁日载客量升至 370 万人.....	34

图表 114:	美国 TSA 安检人数回落.....	34
图表 115:	当周, 发达国家股指普遍下跌.....	35
图表 116:	当周, 新兴市场股指多数下跌.....	35
图表 117:	当周, 美股行业全线下跌.....	35
图表 118:	当周, 欧元区行业全线下跌.....	35
图表 119:	当周, 恒生指数全线下跌.....	35
图表 120:	当周, 恒生行业悉数下跌.....	35
图表 121:	当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍下行.....	36
图表 122:	当周, 美英德 10Y 收益率均下行.....	36
图表 123:	当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现.....	36
图表 124:	当周, 巴西和土耳其 10Y 国债收益率涨跌分化.....	36
图表 125:	当周, 美元指数上涨, 欧元兑美元升值.....	37
图表 126:	当周, 欧元、英镑兑美元分别升值、贬值.....	37
图表 127:	当周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值.....	37
图表 128:	雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值.....	37
图表 129:	当周, 美元和英镑兑人民币升值.....	37
图表 130:	当周, 人民币兑美元贬值.....	37
图表 131:	当周, 商品价格走势整体涨跌分化.....	38
图表 132:	WTI 原油、布伦特原油价格大幅下跌.....	38
图表 133:	当周, 动力煤、焦煤价格均持平.....	38
图表 134:	当周, 铜铝价格均下跌.....	39
图表 135:	当周, 通胀预期开始降温.....	39
图表 136:	当周, 黄金价格上涨, 白银价格下跌.....	39
图表 137:	当周, 10Y 美债实际收益率下行.....	39

硅谷银行破产，是下一个“雷曼时刻”吗？通过“六问”形式，从特殊性到普遍性，从微观到宏观，逐层推演，分析美国金融体系的系统性风险。本文分析，供参考。

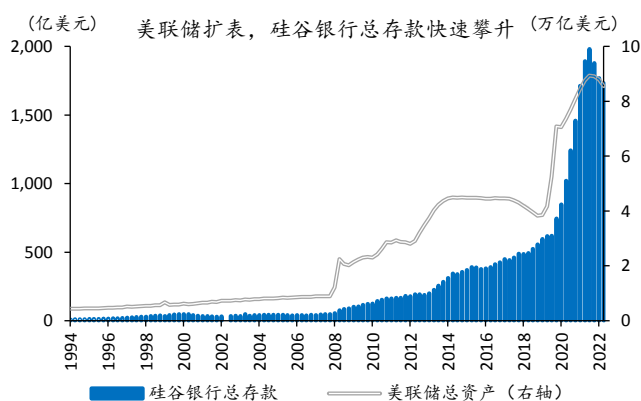
一、硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？

一问：硅谷银行经历了什么？资产端激进配置积蓄风险、负债端存款流失暴露问题

疫情“大放水”期间，硅谷银行采取了激进的投资策略；2022 年美联储加息，进一步放大了资产负债端期限错配的问题。“大放水”期间，受益于宽松的流动性，硅谷银行资产负债表快速扩张，截至 2022 年 Q1，其吸收存款规模一度增长了 221%至 1981 亿美元，总资产也增长了 210%至 2204 亿美元。

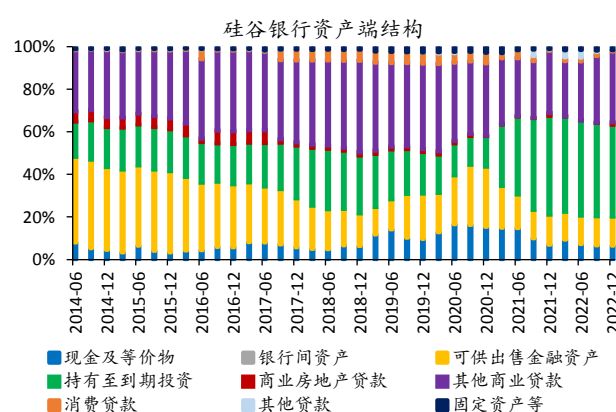
负债端，硅谷银行 66%的存款均为活期存款，而资产端，其将新增规模的 70%用于购买可供出售金融资产 (AFS) 和持有至到期投资 (HTM)，仅 24%用于发放贷款，导致了期限错配问题。2022 年 3 月以来，在美联储加息的同时，硅谷银行资产的久期也在拉长，AFS、HTM 平均久期分别从 2.4 升至 3.6、4.1 升至 6.2，加剧了期限错配风险。

图表1：2019Q4-2022Q1，硅谷银行与美联储同步扩表



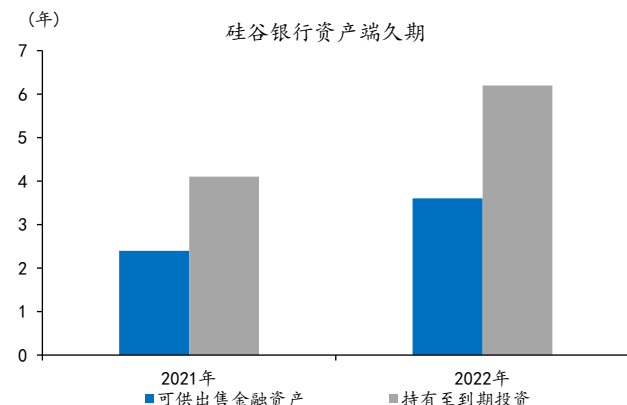
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：2020-21 年硅谷银行资产端 AFS、HTM 占比大涨



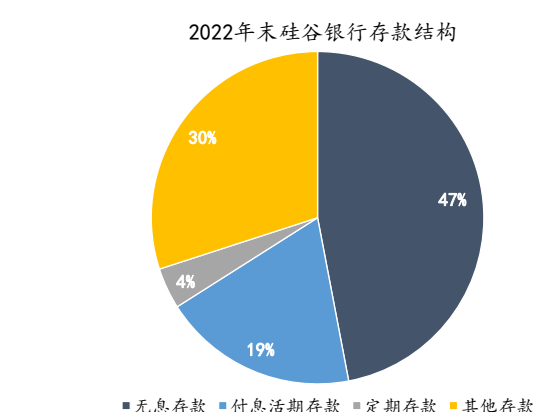
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：2022 年硅谷银行资产端久期明显拉长



来源：SIVB 年报，国金证券研究所

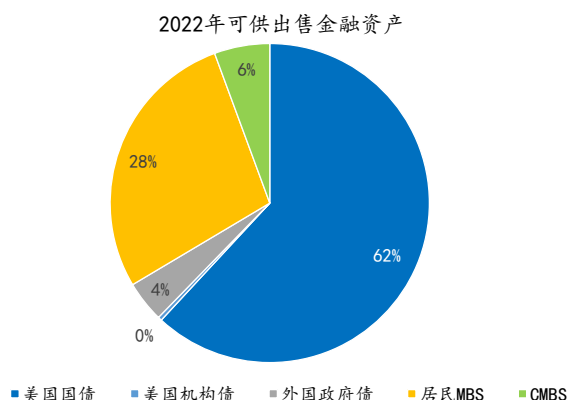
图表4：硅谷银行负债端以活期存款为主



来源：SIVB 年报，国金证券研究所

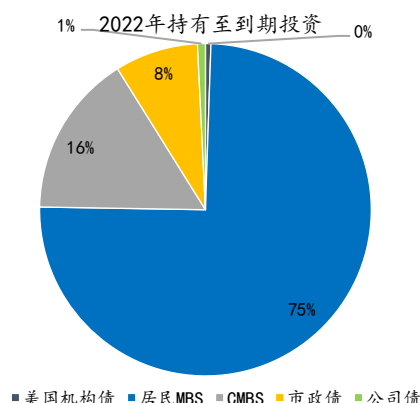
美联储激进的加息，无风险利率上行不利于长久期资产，硅谷银行账面出现大量浮亏，风险开始逐步积累。去年 3 月以来，美联储连续 8 次加息、累计加息 450bp，10Y 美债利率也随之快速攀升，截至 2022 年末，10Y 美债利率高达 3.88%，较 2021 年末上行 235bp。无风险利率的大幅抬升，导致美债、MBS 价格的快速下跌，而美债、MBS 分别占到了硅谷银行 AFS 和 HTM 的 62%和 75%。截至 2022 年末，硅谷银行 AFS 与 HTM 分别浮亏 25 亿美元和 152 亿美元，合计浮亏 177 亿美元，超过其所有者权益的 163 亿美元，风险开始逐步积累。

图表5: 2022年美国国债占硅谷银行 AFS 的一半以上



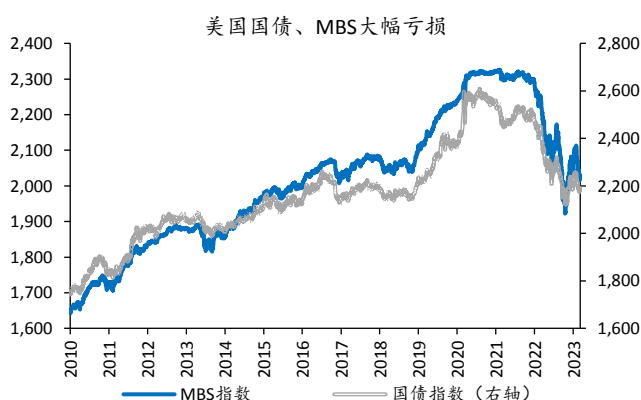
来源: SIVB 年报, 国金证券研究所

图表6: 2022年居民MBS占到硅谷银行 HTM 的75%



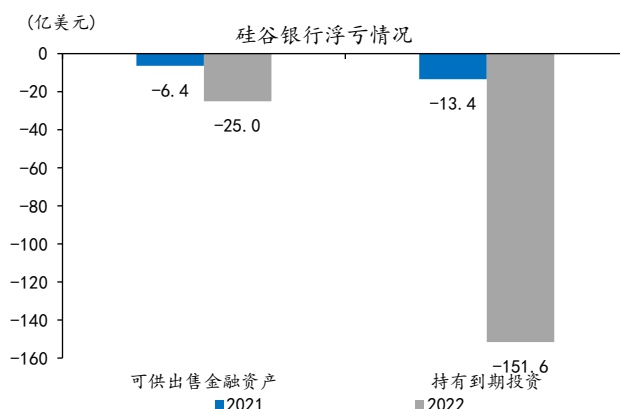
来源: SIVB 年报, 国金证券研究所

图表7: 自 2022 年起美债和 MBS 指数大幅下跌



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 近两年硅谷银行资产账面浮亏问题严重化



来源: SIVB 年报, 国金证券研究所

客户存款快速流失叠加流动性资产的不足, 硅谷银行被迫抛售美债兑现浮亏; 但对仍“趴在账上”的 152 亿美元 HTM 浮亏担忧, 引发了储户恐慌, 挤兑之下硅谷银行破产。硅谷银行储户多为科技型企业; 2022 年 Q1 以来, 客户资金不断流出, 硅谷银行总存款大幅减少 250 亿美元, 而其现金资产在大幅减少 102 亿美元后仅剩 138 亿美元。眼前无非两条“自

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_53248

