

【建投宏观】硅谷银行事件的起因、发展与资产定价

概要

硅谷银行暴雷事件随着时间发酵有越演越烈之势，本文将从以下5个方面进行分析：

1. 硅谷银行事件爆发的原因是什么？该事件与贝尔斯登事件、雷曼事件的区别是什么？
2. 从3月9日爆发以来的这几天，事件进展情况以及后续会如何演变？
3. 该事件爆发后，市场对美联储加息的预期出现大幅变化，3月份美联储会议最有可能出现何结果？
4. 该事件对全球股票和汇率的影响有哪些？
5. 该事件对大宗商品的影响有哪些？

汇率专题报告

作者姓名：刘超

电话：023-86769757

期货投资咨询从业证书号：Z0012924

研究助理：朱冠华

期货从业证书号：F03087809

发布日期：2023年3月14日

报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周日上午 10 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

美国监管部门很久之前就警告过，低利率时代的结束可能导致全球金融市场某些出人意料的角落突然陷入危机。

1. 硅谷银行事件爆发的原因是什么？该事件与贝尔斯登事件、雷曼事件的区别是什么？

硅谷银行事件发源于其战略行动方案更新。3月8日，硅谷银行在2023年一季度季中沟通会上披露了一系列资产配置和融资调整，其中主要包括三个部分：一是出售其资产组合中价值210亿美元的美债/MBS等可供出售金融资产，并计划立即用于再投资期限更短的相似资产；二是进行总计22.5亿美元的再融资；三是将定期借款规模由150亿美元增加至300亿美元。

从明面上看，硅谷银行的目的是资产置换。翻看战略行动方案和公开信，此次硅谷银行的战略调整重点在于将长久期债券资产置换为短久期债券资产。这是源于美联储自2022年以来的激进加息，导致以2年期/10年期美债收益率为代表的长短期债券收益出现了明显倒挂，而硅谷银行的资产置换措施可以在承担一次性亏损（长久期债券出售）的前提下获得更高的未来利息收入，对未来几年的净利息收入（NII）指标和净利息收入利差（NIM）指标形成改善，并提高盈利能力。融资计划中22.5亿美元的再融资主要也是为了弥补资产置换过程中的大额亏损。

更深层次的问题在于资产与负债端的期限错配。相较于明面上的资产端长短久期资产置换，更大的问题可能在资产与负债端的期限错配。新冠疫情发生后，由于美联储大幅宽松，市场流动性充裕，投资热情高涨，科创企业获得了大量资金，并将其存放在硅谷银行。存款的大量涌入使得该行负债端存款从2019年底的618亿美元大幅上升至2021年底的1892亿美元，2022年底略降至1731亿美元。受硅谷银行自身放贷能力较弱和市场优质资产缺失影响，硅谷银行将资金大举投资向美国国债及MBS，其持有至到期投资以及可供出售投资资产规模从2019年的不到300亿美元扩张至近1200亿美元，增长超300%。负债端期限较短的存款与资产端久期更长、甚至需要持有至到期的债券至此形成了错配。

美联储加息同时引发了资产与负债两端问题。2022年以来，随着美联储开启激进的加息步伐，硅谷银行资产与负债两端同时迎来压力。资产一端，随着市场利率的飙升，固定收益资产价格快速降低，硅谷银行持有的

资产因此遭遇明显折价。硅谷银行2022年财报显示，其持有到期的资产浮亏已经达到了150亿美元，而其同期的净资产规模仅约160亿美元。负债一端，前期获得了充裕资金的投资机构与科创企业也面临了市场热度下降的问题，这导致了依赖流动性支持的科创企业现金加速消耗，在硅谷银行的存款明显减少，致使硅谷银行2022年的存款相较2021年已流失160亿美元。

激进的资产调整最终引爆了问题。根据3月8日的一季度季中沟通会披露，硅谷银行在此之前已经完成了对价值210亿美元的可供出售金融资产的出售，而如此激进的资产出售成为了市场恐慌的导火索。面对已经形成的预计18亿美元的巨额亏损以及硅谷银行表现出来的迫切融资需求，市场开始担心起了硅谷银行是否存在资不抵债的风险，其面临的资产负债端期限错配与资产贬值、存款减少的问题也开始被市场重视。这让包括Peter Thiel的Founders Fund，Coatue Management和UnionSquare Ventures在内的一些知名风投感到不安，他们开始指示投资的企业从硅谷银行提走存款。仅3月8日一天，提现转移申请就超过了420亿美元，储户的大量挤兑最终导致了硅谷银行宣告破产。

硅谷银行的暴雷与雷曼兄弟事件的差异大于共性。表面上看，硅谷银行与雷曼兄弟都是较大的银行，且暴雷之前面临的问题都是资产与负债端的期限错配：次贷危机爆发之前，雷曼兄弟资产中低流动性固定收益资产配置超过80%，而负债端的一大组成是在银行间拆借市场通过抵押回购的方式筹措期限较短的资金。实质上看，资产配置差异决定了影响力的差异。雷曼兄弟的资产配置主要在次级按揭贷款上，其中有大约30%-40%的资产都是评级为三级（Level 3 Assets）的房产抵押债券。次贷危机的爆发实际上让所有大量持有次级按揭贷款的机构都面临了资不抵债的困境，资产与负债的期限错配问题其实是次要的。从影响上看，因硅谷银行暴雷受到损失的主要是银行储户，其他金融机构并不因此面临风险敞口，机构间风险传导能力较弱；而房价下跌造成的次级按揭贷款资产风险具有普遍性，这使得次贷危机中金融机构风险是联动的，美联储在实施救助时选择性的放弃了雷曼兄弟，才使之成为最终暴雷的一方。

2.从3月9日爆发以来的这几天，事件进展情况以及后续会如何演变？

暴雷事件进展极其迅猛。自3月8日硅谷银行披露一系列资产配置和融资调整开始，挤兑和抛售的风潮就开始成型。3月9日，硅谷银行母公司股价大幅下跌60%。股价遭遇重挫使得硅谷银行的融资意图难以为继，同时

恐慌情绪导致其负债端存款流失的压力进一步加大。3月10日，美国联邦存款保险公司FDIC宣布，硅谷银行被加州监管机构关闭，使其成为2023年美国第一家倒闭的投保银行，FDIC将接管硅谷银行并保护投保了的存款。

美联储的救助到达及时。时至3月12日，美联储针对硅谷银行事件开展两方面救助活动，以平抑硅谷银行暴雷对相关储户和金融市场的冲击。救助措施一：对储户刚性兑付。在美联储与财政部、联邦存款保险公司的联合声明中，3家机构声明称将采取行动，增强公众对银行系统的信心以保护美国经济。具体措施上，联邦存款保险公司将保证硅谷银行储户在3月13日开始可以使用他们的全部资金。纽约Signature Bank的储户也将得到相似保证。而银行的股东与无担保债务人将不受保护。救助措施二：为银行提供资金支持。美联储单独发布公告称，将向符合条件的存款机构提供额外资金，以帮助确保银行有能力满足所有存款人的需求。联储同时准备应对可能出现的任何流动性压力。具体措施上，联储将通过创建银行定期融资计划 (BTFP) 向存款类机构提供时限1年的贷款，BTFP支持存款机构抵押美国国债、机构债务和抵押支持证券等合格资产，资产将按面值估值。

救助措施理论上是有力的。在主流机构分析框架中，硅谷银行资产负债表相对健康，美国银行业整体风险也并不大，硅谷银行暴雷事件相较于债务暴雷式债务危机更可能是一次流动性冲击，对此美联储的流动性支持可以起到较好解决效果。因此，在美联储及相关机构第一时间为暴雷银行提供托底，为其他银行提供流动性的举措下，主流机构认为银行挤兑风波可能在短期内告一段落。

与理论预期相反，银行业风险继续传导。3月13日，在美联储已经介入救助银行业的背景下，全球金融市场仍然出现震荡。美国第一共和银行收跌61.83%，阿莱恩斯西部银行跌47.06%，联信银行、齐昂银行、PacWest Bancorp跌幅均超20%；欧洲的德国商业银行跌11.45%，瑞士信贷跌9.6%，西班牙桑坦德银行、意大利联合信贷、荷兰国际集团、德意志银行跌幅均超7%。

储户与股东的行为主导了银行业风险扩大。在风险继续扩大的过程中，两条传导路径至关重要。一是储户的资产转移：虽然联邦政府明确了给与出事银行储户刚兑和为银行提供流动性支持的措施，但机构眼里的有效措施可能对储户的认知改变有限。在社媒的渲染下，社区/城市银行储户更加关注自己存款银行面临的排队提现问题，将存款从社区/城市银行转移至大银行成为了储户们的最优选择，这也带来了小银行挤兑加深。二是

银行股东的紧急避险：在小银行储户开始挤兑行为时，相关银行股东也面临困境。联储和财政部明确只针对银行储户存款进行刚兑，而银行的股东与无担保债务人将不受保护。这意味着一旦挤兑演变为被政府接管，股东将承受巨大损失，这也导致了二级市场上银行股面临的大规模抛售，引发更大震荡。

后续风险依旧可控但小银行将难以恢复元气。事实上，在风险规避情绪下，小型银行与大型银行的资质差异引发的储户资产转移行为是合理的，而这可能导致资产转移难以逆转。而在转移完成之后，即新的均衡达成后，小型银行的市值/股价下移事实也难以改变。从银行业整体看，由于实质性的资不抵债情况并不普遍，美联储和财政部的及时有效救助依旧能够很好控制风险，等待市场情绪回归。

3.该事件爆发后，市场对美联储加息的预期出现大幅变化，3 月份美联储会议最有可能出现何结果？

银行业暴雷正是美联储激进加息的结果。理论上，银行所经营的主要资产是货币，但货币数量与价格是由央行所控制的。从硅谷银行面临的问题看，过去三年货币宽松时期银行业面临负债端的大规模扩张，但市场资产价格抬升之下可投资资产又相对不足，最终带来了资产配置久期的拉长，而长久期资产在货币紧缩时期的价格下跌就成为了很多银行的共同风险。从更一般性的角度看，美联储主导的暴力加息周期中，银行必然要面临负债端揽储成本上升和资产端风险上升的矛盾，两端挤压之下银行业风险的暴露并不意外。

美联储才是最终的解决渠道。从美联储-商业银行关系的角度看，解决当前面临风险事件的主体不可能是出事银行本身，而是央行——美联储既是问题的制造者也是唯一解决者。在风险和危机尚未平抑的背景下，美联储的货币政策继续紧缩会加速其他银行的风险暴露，带来更大的危机。因此，美联储加息预期回落具有必然性，这也成为了市场当前交易的重点。

关键在于风险平息的速度。鉴于当前银行业危机并没有完全解除，3月加息的力度也存在不确定性。从市场交易的结果看，截止3月14日，市场计价的加息50bp概率已经化为0，加息25bp的概率有76%，而不加息的概率有24%。最终决定加息25bp和不加息的关键矛盾可能就在风险化解速度上，一旦银行业危机能在3月议息会议之前得到平息，美联储可能仍会回归加息路径以应对通胀压力；但如果银行业暴雷未能在下周的议息会议得

到较好解决，甚至向其他方向传导，则不加息将成为更可能的选择。

4.该事件对全球股票和汇率的影响有哪些？

事件带来的市场风格转变将成为资产定价核心。虽然出事银行的资产/负债缺口较小，联储救助成本并不高，相关金融风险最终也能得到较好化解。但是，事件的发生仍是一次提醒，市场可能由此开始更加关注资产组合的风险而非收益，美联储加息预期边际回落带来的资产价格快速走升的模式可能成为过往，而有关危机和风险预期的自我实现可能指引经济回落速度加剧。

股票市场迎来行业分化。由于当前银行业资产负债表相对健康，事件引发金融危机和经济危机的概率目前来看并不大，但其仍会带来股票市场的行业分化与银行之间市值分化。银行业在风险暴露之后，市场对其资产负债期限错配问题有了更清晰认知，对于相关风险也会更多计价，从而带来银行业整体价格回落。从银行间差异看，正如事件演变部分所述，小型银行与大型银行的资质差异引发的储户资产转移行为可能是难以逆转的。而在新均衡达成后，小型银行会迎来市值/股价下移，而大银行会迎来市值/股价上移。

汇率将迎来风险和利差计价。硅谷银行事件的发生带来了美元指数明显回落，这种回落实质上来源两个方面。一是利差的走缩，由于美联储要承担救助银行业的责任，其货币政策的鹰派可能已经面临结束。加息预期的回落会带来美国-外围市场利差的走弱，而利差的走弱也使得美元指数承压。二是风险的规避，此次美国硅谷银行暴雷事件，导致市场开始了明显的风险规避行为，作为避险资产的日元与黄金都迎来了显著走强。未来如果美国市场更多风险暴露出来，美元指数也将进一步下行。

5.该事件对大宗商品的影响有哪些？

贵金属将成为最受益的商品。本次硅谷银行破产事件对贵金属起到了明显利多效应，主要推动作用有两点。一是该事件引发了金融市场巨震，美股、商品市场、债市以及全球汇率市场都出现了价格的显著波动，推升VIX指数走高，这在一定程度上突显了贵金属的避险属性，并且在风险资产下跌后，市场配置资金转移到避险资产上，贵金属也在短期内获得资金的超额配置。二是从贵金属的定价核心来看，其主要的定价因素在于利

率以及美元指数的变化，由于该事件主要发生在美国金融系统内部，因此侧面反映了美国金融市场的不稳定性，并削弱了美元的信用等级，美国金融市场流动性危机升温，导致美元显著下跌；同时，也倒逼美联储不得不采取救市手段，托底美国银行业，这在一定程度上削弱了近期偏紧的加息预期，并带动美债收益率曲线全线回落，利率下跌叠加弱美元的双重利多效应也加速了贵金属价格的上涨。

贵金属短期继续上涨空间可能有限。从当前市场来看，该事件风波未平，市场依然担心该事件会引发连锁性的金融系统性危机，因此，短期内避险需求尚在。但也应考虑到目前危机可能已经充分计价，贵金属估值已经偏高，预计短期内绝对价格涨幅也相对有限，市场参与者近期需要更加谨慎的看待行情的变化。

其他大宗商品表现取决于定价权的所属。虽然当前欧美银行业的危机可能在短期得到有效解决，但事件带来的市场风格转变将成为大宗商品计价的重要问题，即商品对利率边际宽松的弹性可能迎来明显下降。宏观上今年海外市场的衰退仍是较为确定的事实，在此次危机可能会使得预期中的衰退计价进一步深化，而商品定价权的不同可能决定了商品间的分化。对工业品来说，2023年开始工业品金属的定价逐渐从海外回归国内，螺纹钢、铜、铝、锌之类的国内定价权高的商品在海外衰退定价中将表现相对强势。而对于能化品种来说，油化工产业链具有明显的海外定价性质，即原油、沥青、燃料油、PTA、苯乙烯可能在此后的表现相对弱势。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

江西分公司

地址：江西省南昌市红谷滩区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼4801A

室、4802室

电话：0791-82082701

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙江大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203

号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905

室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03

室

电话：027-59909521

南京分公司

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州分公司

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com