

## 情绪比事实更可怕

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

[daichaosheng@nawaa.com](mailto:daichaosheng@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0014822

### 核心观点：

#### SVB 来龙去脉：

新冠疫情期间，美联储开足马力大放水，科技企业迎来了融资热潮。SVB 是与科技行业深度绑定的，很多企业选择将资金存放在 SVB，因此，SVB 负债端的存款总额急速上升。为了追求相对较高的收益，SVB 选择将大量资金投向金融资产，主要是 AFS（美债占比约 62%）和 HTM（MBS 占比约 75%）。然而通胀飙升，美联储政策趋紧，无风险利率和市场利率均飙升，美债和 MBS 大跌。SVB 总计浮亏 177 亿美元，比他的所有者权益（163 亿美元）还高。当科技企业景气度大幅下降，开始提取存款，SVB 的流动性压力持续提升，于是宣布股权融资和出售资产。市场恐慌。

#### SVB 事件会扩散成系统性风险吗？

目前来看应该不会。SVB 的系统重要性程度并不高，其客户基本都在科技行业，存款行业集中度很高。因此，受影响的大概率也仅限于这类企业。同业业务也不多，对其他银行的直接传染效应不强。

#### SVB 事件会影响美联储的加息进程吗？

言之过早。目前大的影响停留在市场情绪层面。从美国市场来看，目前美国金融体系内流动性压力可能有所上升，FHLB 的预支款已经抬升了，但远谈不上达到危机水平。而且现在隔夜逆回购量依然很大，说明金融体系并没那么缺钱。此外，美联储的 SRF（回购工具）以及 DW（贴现窗口）还没发挥作用。前面还有这么多路要走，所以还轮不到美联储出手，也谈不上改变紧缩节奏。

风险提示 更多超预期事件暴露

## 目录

|       |                  |   |
|-------|------------------|---|
| 第 1 章 | 情绪比事实更可怕.....    | 3 |
| 1.1.  | SVB 事件来龙去脉 ..... | 3 |
| 1.2.  | 影响几何? .....      | 5 |
| 免责声明  | .....            | 7 |

## 第1章 情绪比事实更可怕

### 1.1. SVB 事件来龙去脉

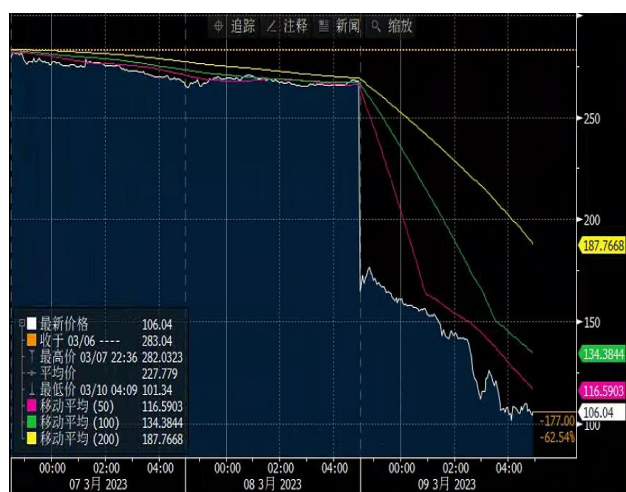
#### 浮出水面

周四晚间开始,几乎所有的群都在讨论一家美国银行——SVB(Silicon Valley Bank, 硅谷银行)。

简单来说,整个故事是这样的。3月10日,硅谷银行发布公告,宣布其将出售可供出售金融资产组合(AFS)210亿美元,涉及的资产包括美债和MBS,资产久期为3.6年,收益率为1.79%。这部分资产出售将导致18亿美元的税后亏损。同时,为了提升资本充足率,匹配当前的高息环境,SVB将股权融资22.5亿美元(17.5亿普通股和5亿优先股)。

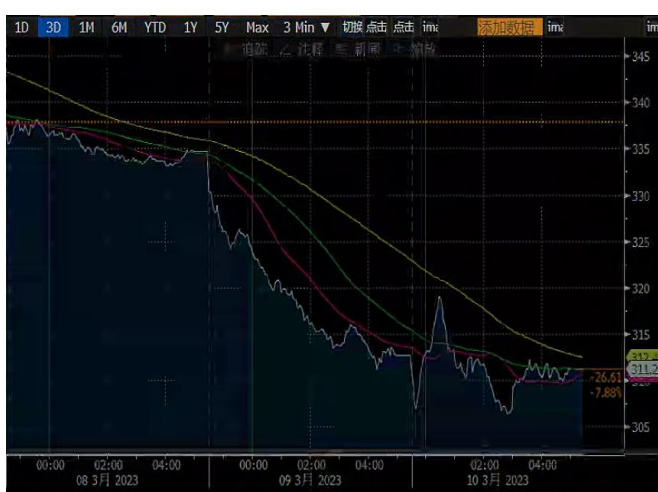
尽管SVB积极塑造健康的形象,但市场关注的点在于SVB为什么不持有到期,非要高吸低抛,而且亏损额还这么大?为什么要再融资?是不是流动性支撑不住了?其他银行是不是也存在类似问题?于是乎,不仅SVB大跌,美国银行业指数也受到大幅拖累。当晚美元指数下挫0.43%,美债收益率也下滑,一定程度上应该表现的是宽松交易,但美股则大跌。

图 1.1.1: SVB 股价大跌



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.2: 情绪蔓延至整个银行业



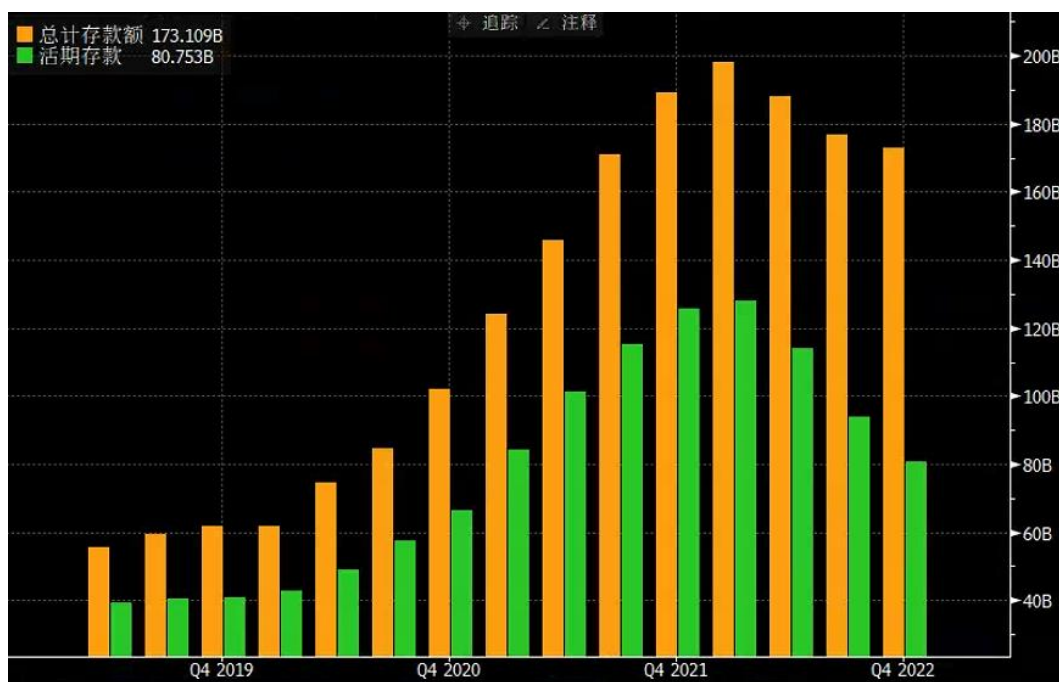
数据来源: Bloomberg 南华研究

#### 成也萧何败也萧何

新冠疫情期间,美联储开足马力大放水,即使疫情褪去后,美联储依然维持量化宽松政策,导致的结果是科技企业迎来了融资热潮。SVB 是与科技行业深度绑定的。一般初创企业抵押品少,资金需求大,贷款风险高,很难拿到融资,因此,SVB 作为深耕这个行业的银行,占据很大的主动权。美国当地很多初创企业为了能够拿到贷款融资,通常会与 SVB 建立紧密的合作关系,譬如在 SVB 开立存款账户,获得外部融资后也会把钱存在 SVB。因此当科技企业大规模融资后,SVB 负债端的存款总额也是急速上升,由于

初创企业的钱多用于投资，因此以活期存款为主。

图 1.1.3: SVB 在危机期间存款总额大幅增长，大部分是活期存款

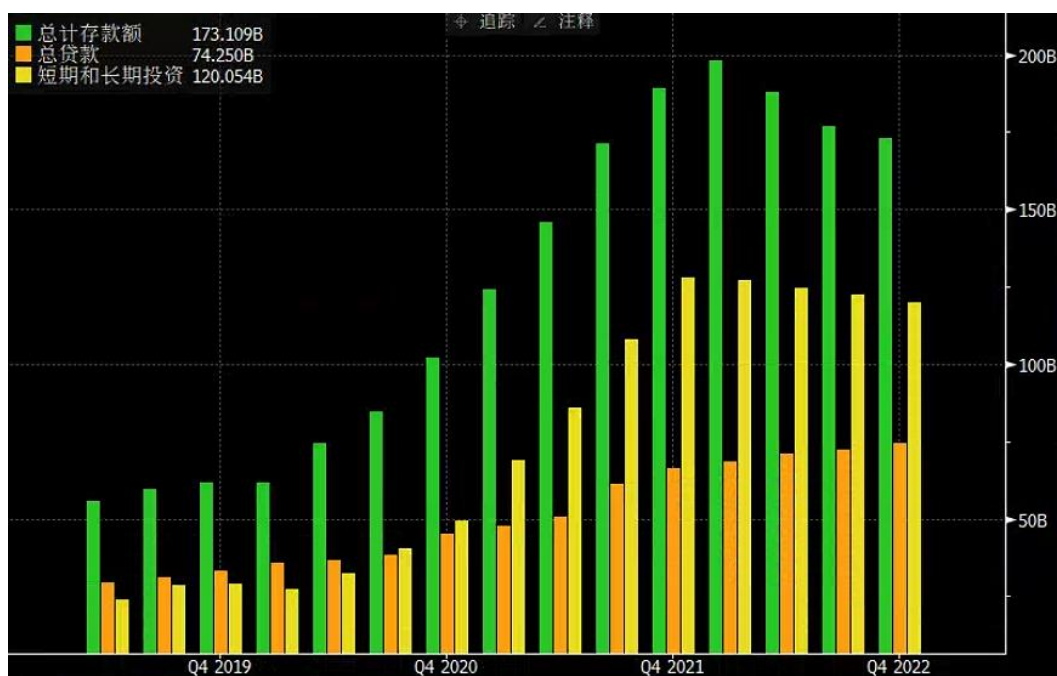


资料来源: Bloomberg 南华研究

这么多的低成本存款，在零利率环境下，为了追求相对较高的收益，SVB 选择将大量资金投向金融资产，主要是 AFS（美债占比约 62%）和 HTM（MBS 占比约 75%）。然而通胀飙升，美联储政策趋紧，无风险利率和市场利率均飙升，美债和 MBS 大跌。截至 2022 年年末，SVB 的 AFS（浮亏 25 亿美元）和 HTM（浮亏 152 亿美元）总计浮亏 177 亿美元，比他的所有者权益（163 亿美元）还高。

如果能将这些资产持有至到期，那么浮亏也就是浮亏，并不会转化成真正的亏损。但问题是现在的科技企业景气度大幅下降，我们也可以从信息业持续裁员的新闻中一窥究竟。企业缺钱时就会提取存款，导致负债端缺口越来越大，SVB 的流动性压力持续提升，于是出现了上述股权融资以及出售资产一幕，掀开了“冰山一角”。

图 1.1.4：SVB 在危机期间贷款增量不大，金融资产投资额度大



资料来源：Bloomberg 南华研究

## 1.2. 影响几何？

### 第一个问题，会扩散成系统性风险吗？

目前来看应该不会。

SVB 的系统重要性程度并不高，其客户基本都在科技行业，存款行业集中度很高。因此，受影响的大概率也仅限于这类企业。

同业业务也不多，对其他银行的直接传染效应不强。

### 第二个问题：会影响美联储的加息进程吗？

言之过早。

虽然在 SVB 问题爆发后，市场确实对于年末的降息预期提升，但这更多还是停留在市场联想方面。譬如市场会认为其他银行是不是存在类似的问题，从而形成传导？加之，各大媒体的渲染，这种情绪就更加膨胀。

从目前美国市场来看，目前美国金融体系内流动性压力可能有所上升，FHLB 的预支款已经抬升了，但远谈不上达到危机水平。而且现在隔夜逆回购量依然很大，说明金融体系并没那么缺钱。此外，如果还是有流动性问题，美联储的 SRF（回购工具）以及 DW（贴现窗口）会发挥作用。

前面还有这么多路要走，所以还轮不到美联储改变紧缩节奏。

图 1.2.1: FHLB 预支款走高



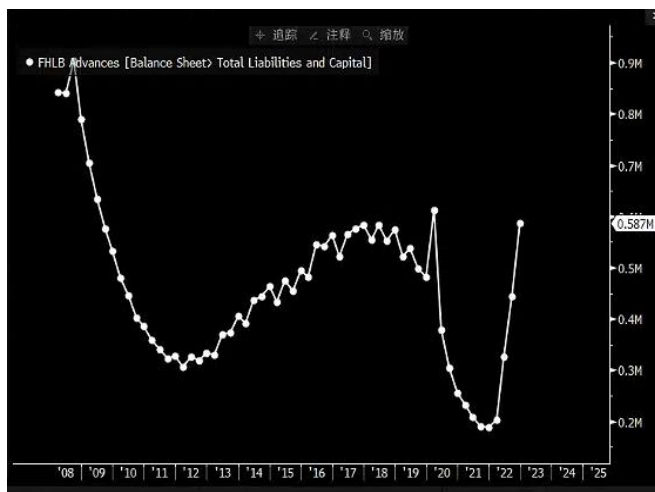
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.2: 3 月 10 日市场预期年末降息 40bp



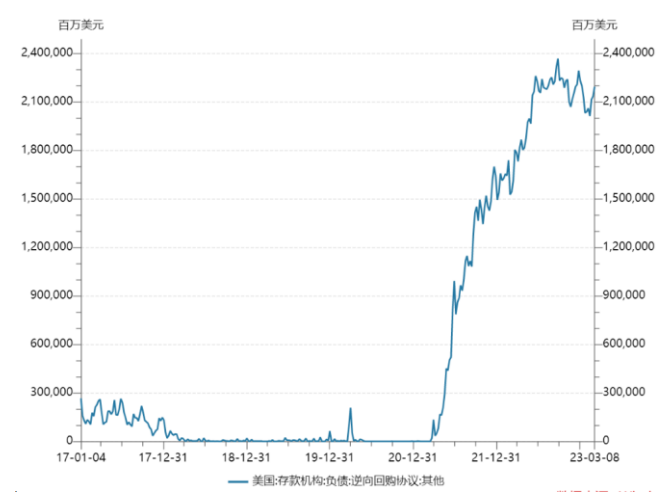
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.3: 3 月 8 日市场预期年末几乎不降息



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.4: 隔夜逆回购依然很高



数据来源: Wind 南华研究

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点