

固收半月谈 | 硅谷银行破产将对我国债市造成哪些影响？

热点事件怎么看？固收行家来解读

主讲人介绍：



武凌巍

上银基金固定收益部研究员

4年金融行业从业经验，信用研究专家，长期深耕多元金融、ABS及城投板块

【市场回顾】

国内利率债市场方面，两会政府工作报告中的一系列目标符合市场预期，债市对强刺激的担忧缓解，叠加股市下跌、CPI超预期走低，债市情绪转好，上周各期限利率债收益率整体以下行为主。具体来看，截至3月15日收盘：

(1) 国债方面，1Y国债收益率当月下行5BP，收于2.28%；3Y和5Y国债收益率下行4BP，分别收于2.53%和2.70%；7Y-10Y国债收益率下行3-4BP，分别收于2.84%和2.87%。

(2) 政金债方面，1Y国开债收益率上行6BP至2.54%，1Y口行和农发债收益率上行3-4BP，分别收于2.54%和2.55%；3Y政金债收益率下行4-6BP；5Y国

开债收益率下行 6BP 至 2.87%，5Y 农发和口行债收益率下行 1BP；7Y 国开债收益率下行 2BP，7Y 口行债收益率持平，7Y 农发债收益率下行 1BP；10Y 口行和农发债收益率下行 3BP 左右，10Y 国开债收益率下行 5BP，收于 3.03%。

海外市场方面，3月海外市场波动较大，鲍威尔鹰派加息言论引发市场担忧，随后爆出 SVB 破产事件冲击了投资者对欧美银行体系的信心，却也降低了美联储继续大幅加息的可能。总体来看，欧美市场呈现股市下跌、债市上涨的情况，风险偏好明显收敛。截至 3 月 15 日收盘，德国 DAX 指数当月下跌 4.1%，法国 CAC40 下跌 5.26%，英国富时 100 下跌 6.75%，标普 500 下跌 1.97%，韩国综指和日经 225 也分别下跌 1.37% 和 0.79%，恒生指数当月下跌 1.24%。债券市场方面，英国 10Y 国债收益率当月下行 10BP，收于 3.43%；德国和法国的 10Y 国债收益率分别下行 32BP 和 43BP，分别收于 2.33% 和 2.69%；美国 10Y 国债收益率下行 41BP，收于 3.51%。

权益和转债市场方面，3月以来截至 3 月 15 日收盘整体下跌，其中 wind 全 A 下跌 2.1%，沪深 300 下跌 2%，上证指数下跌 0.5%，创业板指下跌 3.8%，中证转债下跌 0.1%。分行业看，通信、传媒、计算机和建筑等行业表现较好，整体上涨 4%-6%，电力设备、汽车、美容护理等行业表现较差，明显跑输全市场，整体下跌 6%-8%。

信用债方面，近期票息策略演绎到极致，主要体现在三个方面：一是弱资质品种估值的持续修复；二是二级资本债表现比普通信用债更好，3 年期、5 年期中高资质二级资本债 3 月以来下行 10bp 左右；三是私募债和 ppn 受到追捧，二级低估值成交较多。

【市场展望】

从经济基本面来看，近期公布了多项重磅数据：一是出口虽然同比继续为负，但略好于市场预期，进口同比则低于市场预期；二是 CPI 大幅低于市场预期，与央行对通胀压力温和的判断一致；三是社融继续大超预期，企业中长期信贷仍偏强，居民信贷仍偏弱但有所好转；四是经济数据总体好转但与高频数据背离，工业生产恢复偏慢，地产投资、消费的修复程度略超预期。总的来看，今年出口弱、通胀稳、信贷强的宏观背景仍在持续。从两会设定的目标和政策来看，今年政府对经济仍托而不举，更注重高质量、可持续发展，较难出现强

刺激政策。因此，未来经济的核心变量仍是消费和地产，从根本上还需观察居民就业、收入及消费、购房意愿的恢复，目前看虽有向暖迹象，但仍不足以支撑经济超预期修复，后续仍需进一步观察。对债市而言，合理的 GDP 增速目标无疑在一定程度上缓解了债市压力，市场或将再次进入政策和经济恢复的观察期，继续维持窄幅震荡行情，需关注 3 月下旬资金面的扰动。

权益市场方面，国内金融数据继续超预期，不过，高频数据显示国内经济虽处于修复进程但基础仍不牢固，海外加息预期再起叠加硅谷银行破产压制风险偏好，增量资金有限，阶段性回归存量博弈视角，短期预计市场偏震荡。行业方面，进入到 3 月份后，企业业绩预告逐渐公布，配置思路可切换到基本面，从两个方向展开：一是经济复苏验证主线，可关注估值未过度透支的方向：消费类如美容护理、医疗服务、餐饮旅游、药店等，生产类如建筑建材、家居、化工等；二是景气度维持在高位或可能底部反转的成长板块，如军工电子、光伏、半导体设计、创新药及产业链等。

信用债方面，目前短久期信用债信用利差历史分位数不高，1 年期信用利差分位数普遍在 10% 以下，2 年期 AA+ 处于历史分位数 42%，存在结构性机会：

(1) 城投债：推荐中部省份头部市级主平台、头部省份市级主平台/非尾部区县平台；

(2) 产业债：钢铁/化工/房地产/非银金融信用利差历史分位数较高，关注行业景气度改善带来的介入机会。

【热点关注】 硅谷银行破产将造成什么影响？

1. 硅谷银行破产的原因

硅谷银行主要服务于初创类企业，客户结构较为单一。2020 年疫情爆发后，美联储降息导致市场流动性充裕，大量初创类企业以较低成本获取了大量资金。硅谷银行 2020–2021 年存款同比增速超 65%，且多为非计息活期存款，并将获取的大量资金投资于期限较长的 HTM（持有至到期金融资产）和 AFS（可供出售金融资产），以获取利差收益。2022 年 3 月美国通胀率抬头，美联储步入加息周期，导致硅谷银行流动性压力明显增大：一是加息推高融资成本，初创类企业

提取存款用于经营的需求较大；二是利率上升导致美国国债等资产价格快速下行，硅谷银行账面的 HTM 与 AFS 出现较大规模浮亏；三是 2022 年末硅谷银行的现金类资产比例较低，难以满足存款提款需求，且加息背景下短期借款成本过高，负债结构进一步恶化，难以长期维持。最终，硅谷银行被迫出售 210 亿美元 AFS 以补充流动性，同时确认 18 亿美元亏损，造成资本市场及储户的恐慌，进一步发酵为挤兑事件。

2. 硅谷银行破产事件有哪些后续影响？

首先，硅谷银行破产的本质是负债和资产端久期的错配问题，这个问题并不仅仅存在于硅谷银行一家，欧美各家银行都存在期限错配的头寸，欧债美债也都存在大幅度的利率抬升，因此欧美各家银行都存在类似的未确认损益。各国在问题发生后的处置方法值得关注。事件发生后，美联储、美国财政部、联邦存款保险公司（FDIC）及时确认了储户可以支取全额存款，同时，为了提供额外流动性，美联储宣布创设 BTFP（Bank Term Funding Program）工具，以美国国债、机构债券、MBS 及其他合格资产为抵押，资产按面值计价，为银行、存款协会、信用合作社和其他符合条件的存款机构提供最长一年的贷款。至此，美国银行业的挤兑问题得以缓解。

近日，瑞士信贷银行也受到挤兑事件的波及，市场恐慌情绪蔓延开来，欧洲股市普遍重挫，瑞士央行随即表态会对瑞士信贷银行提供流动性支持。

目前来看，该类事件仍在持续发酵，虽然欧美监管机构和央行已出面提供帮助，但考虑到美联储加息过快导致的净值波动，以及美国存在大量资产规模小于硅谷银行的存款机构，预计该类事件的负面影响或将延续一段时间。

该类事件对国内银行影响有限。国内整体利率中枢稳定性远高于欧美市场，国内银行配置以国内债市为主，因此，国内银行业资产结构更为稳健。

【债券知识小课堂】大宗商品研究都包含哪些内容？

大宗商品是多元资产配置组合中不可或缺的一部分，大宗商品的价格表现直接决定了周期股的表现。大宗商品种类繁多，各类商品的价格蕴藏了大量市

场信息，因此，对大宗商品的分析研究尤为重要。

大宗商品兼具商品属性和金融属性，黄金还兼具货币属性。商品属性反映的是作为实物的供需结构；金融属性指的是商品作为资产为其持有人提供保值、增值和资金融通等功能的属性。

就商品属性而言，一般情况下大宗商品需求决定其价格运行方向，供给变化影响价格弹性（供给侧改革阶段存在例外）。大宗商品价格往往与宏观经济基本面存在共同的运行趋势，尽管节奏上会有一定错位。以过往几十年的原油价格为例，1970 年以来，国际原油价格有两次较大幅度的上行趋势，分别出现在 1970 年代及 2000—2011 年间。1960—1970 年代原油需求上升，背后推动因素是二战后婴儿潮及欧美等经济体消费升级；2000—2011 年国际油价趋势上行，推动力则来自中国。在上述两个阶段，不仅原油价格持续大幅攀升，其余国际大宗商品价格也有相同趋势。一旦宏观经济面出现拐点，大宗商品走势也将经历牛熊切换。

就金融属性而言，一方面，可以利用商品在金融市场中的头寸与其实物需求量之间的比值评估其金融属性相对于商品属性的变化；另一方面，可以利用商品价格与黄金价格的比值评估商品的金融属性（估值）。黄金具有货币属性且被认为是安全资产，因此可被视为“零息债券”；黄金的债券属性也可以由近几年黄金价格与全球负利率债券规模呈现正相关的表现得到印证。黄金以外的商品既不生息，也不具备安全资产属性，黄金是唯一兼具债券属性和商品属性的资产，所以我们可以通过其他商品相对于黄金的比值间接评估商品本身的金融属性（估值）。

大宗商品的长周期运行趋势最终由其商品属性（供需结构）决定，不过商品在牛市阶段，其金融属性（估值）大概率扩张，在熊市阶段其金融属性（估值）大概率收敛。全球经济不确定性增强会打压大宗商品的金融属性（估值），全球经济不确定性消退则会提振（修复）大宗商品的金融属性（估值）。

总的来看，大宗商品的金融属性往往是其商品属性的“放大镜”，也就是说，金融属性通常并不决定大宗商品的运行趋势，却对大宗商品价格的形成起到助长或助跌的作用。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应详细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。