



硅谷银行破产后的美国债券基金^①

Bond Funds in the Aftermath of SVB's Collapse

尼古拉·切托雷利

2023年3月可谓美国银行业大幅动荡的一个时期。对此，我们的分析将不局限于银行，而是分析在银行业危机开始后的那些日子里，固定收益开放式基金（债券基金）是如何表现的。我们发现，在硅谷银行（Silicon Valley Bank, SVB）遭遇挤兑后的近三周时间里，债券基金每天都出现资金净流出，而且这些资金流出分散在整个基金板块。初步证据表明，在此期间为加强银行资产负债表而采取的一些特殊措施，可能导致了以上债券基金资金外流的这一意外后果。

一、2023年3月银行挤兑期间的债券基金

2023年3月10日发生的一系列事件引发了银行业的广泛动荡，从硅谷银行的存款挤兑开始，到硅谷银行破产并被美国联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）接管。为了应对危机，美联储迅速采取行动，于3月

12日（星期日）制订了银行定期融资计划（Bank Term Funding Program, BTFP）^②，旨在避免银行储户进一步挤兑。

目前有关银行如何渡过危机的文章已经很多，在这里，我们评估的是同样条件下，非银行机构如何受其影响，重点关注快速增长的开放式债券基金。这些开放式债券基金可以投资于固定收益工具，比如公司债券、政府债券，以及其他各种专业工具（如机构证券^③）。投资者可以按需赎回投资，因此如果这些基金遭遇赎回潮，基金可能就需要出售部分资产。但由于债券基金投资的工具所具备的流动性程度各不相同，这些潜在的资产出售可能会导致基金剩余价值整体受损。开放式债券基金的这一特征使其面临流动性风险，这在性质上类似于银行机构面临的挤兑风险。对此，可参见Chen et al. (2010)和Goldstein et al. (2017)的研究，以及金融稳定委员会（FSB）和美国证券交易委员会（SEC）的政策声明。

尼古拉·切托雷利（Nicola Cetorelli），纽约联邦储备银行研究与统计部非银行金融机构研究负责人；莎拉·泽巴尔（Sarah Zebbar），纽约联邦储备银行研究与统计部的研究分析师。原文出自NYFRB Liberty Street Economics blog, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/11/bond-funds-in-the-aftermath-of-svbs-collapse/>。陈曦编译。

① 美联储向各类存款机构提供的期限最长为1年的抵押贷款。

② Agency Securities, 由美国政府支持的企业发行的债券和票据。



BTFP 的出台可能会给债券基金的投资带来意想不到的后果。尤其是在 3 月 13 日（星期一），该机制开始运行后，银行存款突然变得相对安全了。因此，鉴于债券基金和银行存款这两种流动性工具之间的相似性，相对于银行存款所提供的流动性服务的价值，持有债券基金所提供的流动性服务的价值可能有所降低。随着市场恢复运行，基金投资者可能会有额外的赎回动机，因此，根据这一猜想，会导致债券基金异常持续的资金外流。

二、硅谷银行挤兑事件后，债券基金的资金流出量是否增加了？

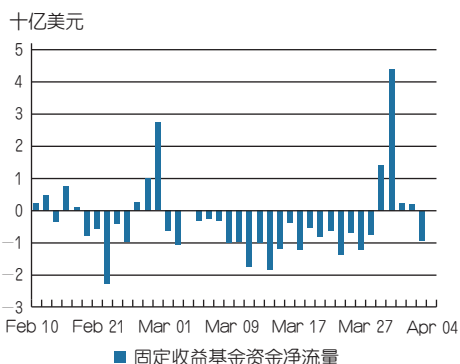
基于晨星资讯提供的每日流量数据，我们发现硅谷银行事件之后，固定收益基金每天都在流出资金，并持续了 14 个工作日。图 1 中，我们报告了一个较长时间段的资金净流量，可以看出，虽然该行业此前也经常会出现总体上的资金外流，但这种

情况通常会在随后几天内迅速逆转。

因此，这次持续近三周的资金外流是不同寻常的。基于 2018 年 1 月—2023 年 7 月 10 日的每日数据，我们按天数统计了资金净流出的持续情况。图 2 显示，资金外流通常最多持续三天，很少出现 3 天以上这种长时间流出的情况。

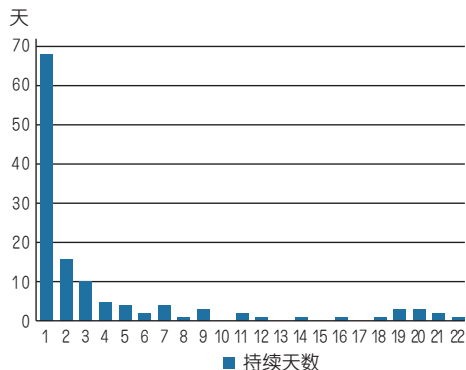
这一轮的资金外流并不仅仅是由少数几家大型基金造成的，这些大型基金可能对受影响银行有很大的风险敞口，或者持有与受影响银行类似的资产组合。相反，大范围的债券基金出现了资金外流：事实上，2023 年 3 月 13 日—2023 年 3 月 30 日期间，在我们统计的 1 587 只固定收益基金中，有 1 128 只（约占 71%）经历了累计的资金净流出。

债券基金持续流出的原因，会不会不是银行挤兑，而是整个经济对银行业危机的普遍反映，从而促使基金投资者改变其资产配置？为了回答这个问题，我们比较



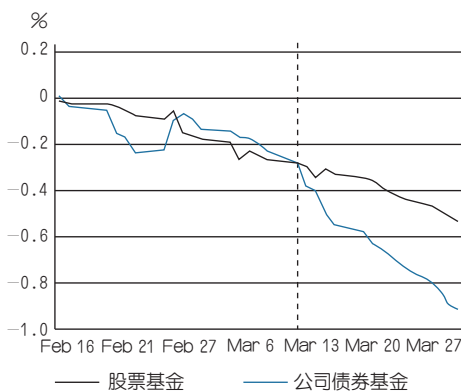
资料来源：Morningstar Direct；作者计算。

图 1 固定收益基金的资金净流量
(2023 年 2 月—2023 年 4 月)



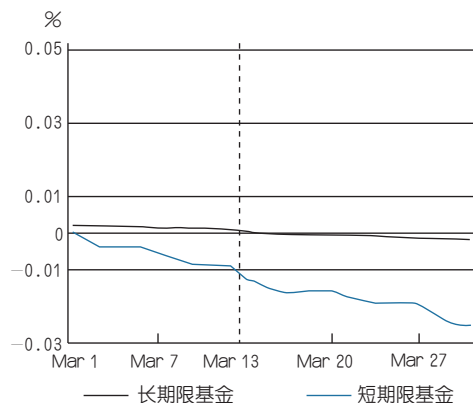
资料来源：Morningstar Direct；作者计算。

图 2 固定收益基金资金净流出的持续情况



资料来源: Morningstar Direct; 作者计算。

图3 累计净流量占资产管理规模的比重



资料来源: Morningstar Direct; 作者计算。

图4 累计净流量占资产管理规模的比重

了公司债券基金和股票基金的净流量,此前研究实证表明,与债券基金(尤其是公司债券基金)相关的挤兑行为,在股票基金中并未发现。如果基金投资者是为应对2023年3月10日之后,整个经济上升的风险和不确定性而决定撤资,那么我们应该观察到公司债券基金和股票基金出现类似的净流出模式。然而,如果硅谷银行事件后的基金流出情况,至少部分源自于投资者对其所持基金的运行风险的重新评估,那么我们应该观察到公司债券基金会表现出不同于股票基金的更为明显的资金流出。

图3显示,在硅谷银行遭遇挤兑之前,股票基金和公司债券基金表现出非常相似的模式。但在挤兑事件后,公司债券基金确实经历了更严重的累计资金净流出,这一模式与BTFP启动后人们认为银行存款相对于债券更安全的看法是相一致的。

三、利率对债券基金持有量的影响

银行业危机以及随后的政府干预,都发生在利率上升时期(事实上,银行状况的不断恶化本身在很大程度上也是由利率上升引起的)。这场危机导致市场下调了对利率走势的预期。由于较低的利率有利于固定收益工具,所以如果没有利率渠道,对债券基金流动的负面影响可能会更大。因此,我们重复了之前的做法,这次是比较公司债券基金板块内的资金流出情况,在利率风险敞口不同的基金之间进行比较。为此,我们考虑了长期和中期投资级公司债券基金,与超短期和短期投资级公司债券基金的净流量趋势。期限结构较长的基金应该更容易受到利率变化的影响,因此,如果投资者预期危机后利率会降低,这些基金的资金外流程度应该会相对低于期限结构较短的基金。这一差异效应应该



是一种衡量标准，评估投资者在 BTFP 出台后所感知到的运行风险的高低。正如我们预期的那样，图 4 显示，尽管自 3 月 1 日以来，短期限基金和长期限基金的资金流出量都在增加，但 3 月 13 日之后，短期限基金的资金流出速度相对更快。

为了更好地量化这种差异效应，我们比较了两类基金在 3 月 10 日之前（“之前”）和 3 月 13 日之后（“之后”），累计净流量占资产管理规模（Assets Under Management, AUM）百分比的变化。通过表 1 可以看到，我们假设的与 BTFP 出台相关的效应导致了约占资产管理规模 0.5% 的额外资金流出。

表 1 累计净流量占资产管理规模的比重
(硅谷银行破产前后)

	长期限基金	短期限基金	
之前	0.15%	-0.73%	
之后	-0.31%	-1.69%	
差值 (之后-之前)	-0.46%	-0.96%	-0.5%

那么，硅谷银行破产后，债券基金的资金外流是否严重到足以引起潜在的金融稳定问题？可能不会。总体而言，债券基金的净流出量约为 150 亿美元，在整个债券基金市场中仅占很小一部分。然而，即使绝对值很小，在市场流动性不足的情况下，小规模资产抛售仍足以扰乱价格，从而产生放大冲击的潜在渠道。这应是未来研究的一个课题。

四、结语

我们的分析凸显出了金融中介活动是如何紧密交织在一起的。因此，不应将银行和非银行金融机构视为各自为营。相应地，监管部门不妨采取一种更加综合的方法来监测和监管金融中介活动，即通盘考虑到各类机构冲击的直接影响和间接后果。^[N]

学术编辑：曾一已