

硅谷银行倒闭不会引致系统性风险，但要留意局部的脆弱性



**Monica
DEFEND**

东方汇理资产管理研究
院主管



**Vincent
MORTIER**

集团首席投资官



**Matteo
GERMANO**

集团副首席投资官

- **硅谷银行倒闭和美国地区银行承压：**作为美国第 16 大银行，硅谷银行成为继 Signature Bank 和 Silvergate Bank 后第三间倒闭的银行，也是自 2008 年金融危机以来最大规模的银行倒闭事件。倒闭的主要原因为资产和负债错配，导致银行在去年收益率上升时以低价出售优质债券，导致亏损。
- **美联储干预：**美联储介入事件，通过设立「银行定期融资计划」(Bank Term Funding Program)以支持流动性，向抵押美国国债、机构债券和按揭抵押证券等优质证券的贷款人提供最长一年的贷款。相关资产将按面值估值。尽管市场信心仍然需要时间才能完全恢复，但此消息是重建信心的重要一步。
- **市场反应：**债券市场剧烈波动，2 年期收益率大幅波动，录得自 1982 年以来最大单日跌幅。包括欧洲在内的股市亦出现抛售，特别是银行业，我们认为此情况主要是由于年初至今市场表现强劲后投资者获利回吐。
- **我们并不认为这是导致系统性风险的开端：**尽管硅谷银行倒闭对市场不利，但却属于特殊事件，而非系统性问题。与雷曼危机相比，硅谷银行并无杠杆，也没有重大的衍生产品风险或波及全球的反应链。然而，事件突显了审慎评估加息滞后影响的必要性，特别是当涉及不具系统重要性的金融机构，以及其他缺乏严格规管的非银行金融机构。
- **对银行业的观点：**自金融海啸以来，大型系统性银行的资金充足，并受到严格监管。整体而言，我们看好大型银行多于小型银行，特别是在欧洲，因为与之前的危机相比，当地银行业的现况更理想，而由于欧洲银行业能更好地管理存续期风险，并遵守严格的监管要求，因此并未出现类似美国地区银行业所面临的风险。该事件对银行的影响与其盈利趋势有更大关系，这也是我们目前关注的重点。整体而言，该事件提醒投资者更需要更严格选择和区分银行。
- **对央行政策的潜在影响：**尽管我们认为美联储将会继续致力对抗通胀，但仍要评估目前危机的影响及潜在的溢出效应，因为宏观形势仍然脆弱，而且鉴于政策行动对经济的滞后影响，要进行整体评估并不容易。硅谷银行危机令金融环境收紧，可能导致美联储的进取态度比一周前的预期温和，并可能迫使欧洲央行重新评估政策路径。然而，市场走势一直处于极端幅度，由于通胀仍然是需要留意的主要因素，我们认为现在并非与美联储对抗的时候。
- **整体投资立场：**收益率曲线倒挂映射出当前市场已经出现问题，因此整体上我们维持审慎立场。我们对股票和高收益信贷保持审慎，并采取分散投资于不同地区的方针，包括投资于中国股票，因为近期市场动荡对中国股票的影响似乎较轻微。

硅谷银行为何倒闭？

硅谷银行是一间专门服务硅谷初创企业的商业银行，现已被监管机构下令关闭。

硅谷银行主要从事批发融资，客户集中于科技行业，而与大型银行相比，该银行的资本要求较低，所受的规管也较少，这些因素均导致了这次倒闭事件。初步证据显示，真正导致银行倒闭

的原因是资产与负债错配，而并非因为相关资产定价错误导致的任何问题引致。

具体详情：

- 硅谷银行于 3 月 8 日宣布计划集资 22.5 亿美元，以应付存款外流，并弥补去年出售证券时因收益率上升而导致的亏损。
- 存款外流主要由于硅谷银行拥有独特的客户群，亦即创投基金和由创投基金注资的初创企业。以往，存款结余的现金消耗率会以额外的创投资金抵消，但在目前环境下，创投资金已经枯竭，因此相关初创企业更加倚赖存款。
- 当部分初创企业将资金从硅谷银行转移至其他银行时，情况便急转直下，存户要求取回存款，令银行出现挤兑，加上投资者随即抛售硅谷银行的股票，导致银行出现流动性危机。

监管机构如何应对？

在 3 月 10 日上午，加州金融保护和创新局下令关闭硅谷银行，并将其交由联邦存款保险公司（FDIC）接管。其后，美联储宣布设立银行定期融资计划，以解决流动性危机。

「将会透过设立一项新的银行定期融资计划（BTFP）以提供额外资金，向银行、储蓄协会、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，并以美国国债、机构债券、按揭抵押证券及其他合资格资产作为抵押品，相关资产将按面值估价。BTFP 将会作为优质证券的额外流动性来源，让相关机构无需在受压时迅速出售这些证券。」

监管机构的行动正面，应能有助稳定市场，市场亦开始要求进一步加强监管。

「硅谷银行倒闭肯定是不利市场的事件，令市况更加不明朗，但现时并未引发系统性风险，惟体系内可能会继续出现问题。」

你们对金融体系有何看法？事件属于系统性问题吗？

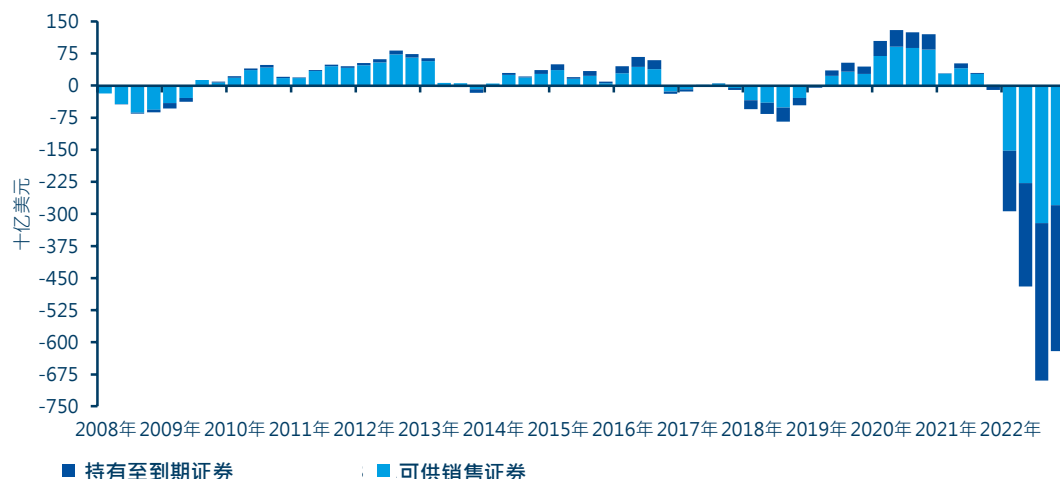
我们认为硅谷银行倒闭并非类似雷曼兄弟事件的系统性事件，后者属于信贷问题（高风险按揭抵押证券大幅减值）。然而，硅谷银行面对资产与负债错配的问题，其持有优质的政府债券和机构按揭抵押证券，而银行的亏损金额也远低于雷曼事件。此外，雷曼的杠杆率极高，并透过庞大的衍生产品网络，与金融体系紧密相连。

硅谷银行（和其他银行）的杠杆率低很多，亦没有极大的衍生产品风险，而且关联程度较低。

这属于一次特殊性事件，没有任何大型系统性银行出现类似的情况。整体而言，我们认为就偿债能力和承受冲击的能力而言，系统性银行的情况远胜 2008 年，所以并不担心。

然而，较小型银行却面对若干风险。例如，较小型银行的资本要求不太严格，可能无法防止类似情况发生。我们尤其需要密切监察不具系统重要性的金融机构，以及其他非银行金融机构，因为政策利率上升可能会对其资产负债表和获得资金的能力构成滞后影响，导致出现不平衡的情况，根据 FDIC 的数据，美国的银行可能因此录得约 6,200 亿美元的潜在亏损（见下图）。

投资证券的未变现收益（亏损）



资料来源：联邦存款保险公司。注：仅限受保障及提交申报报表人士。

你们对银行业有何看法？

「我们严格选择银行，并对中型金融股持审慎态度。」

我们看好美国整体银行业，但对中型金融股则取态审慎。我们看好具备有力估值支持和拥有多元化存款基础的银行，同时避开面临信贷风险的银行，因为后者受衰退风险的影响更大。同样，在信贷方面，我们在过去和现在均偏好具系统重要性及巩固资本和流动性的美国及非美国银行，这些银行在全球金融危机后改善融资情况，杠杆比率亦较低，同时亦受严格的资本及流动性要求规管，而且与较小型的地区银行相比，其存款较分散，业务模式亦更多元化。

我们预料短期市场波动将会加剧，但硅谷银行事件最终可能在三方面惠及大型银行：

- 硅谷银行的客户（甚至其他小型银行的客户）很可能会将存款转移至较大型和历史更悠久的金融机构。
- 行业贷款标准很可能会进一步收紧，继而限制经济增长和降低通胀，令美联储继续加息的必要性降低。因此，随着利率保持平稳，客户将存款转移至高收益资产的意欲将会下降。
- 市场忧虑金融体系而引致的避险环境，可能令投资者沽售股票、转持现金，令整个行业的存款量增加。

你们对欧洲银行业有何看法？

「欧洲的抛售潮主要受获利回吐带动，我们仍然认为欧洲银行股比美国银行股可取。」

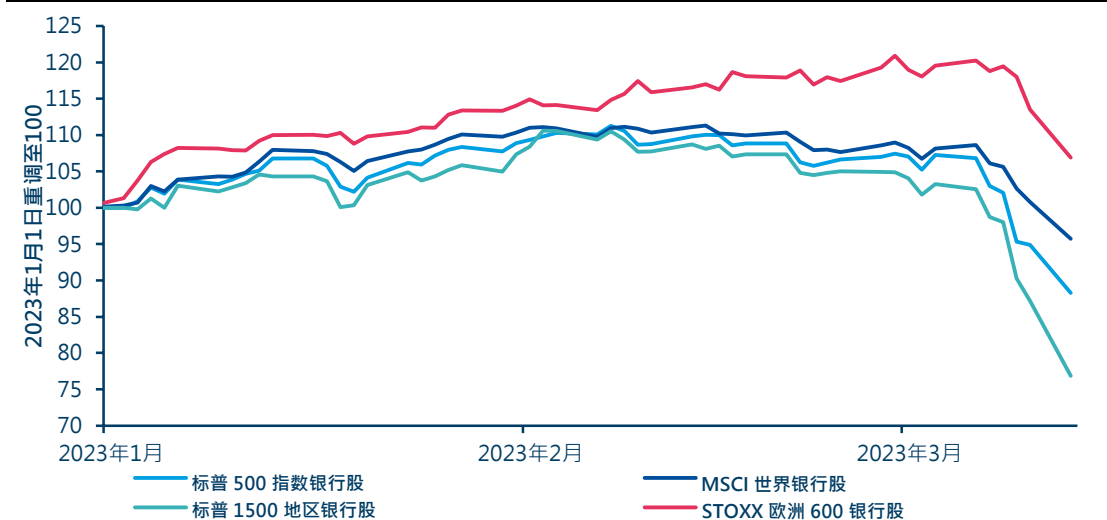
欧洲银行业方面，相关风险对当地的影响轻微，货币市场相当稳定，没有出现任何紧张迹象。近期的大规模抛售潮主要源于市场在年初至今表现强劲后，投资者调整持仓和获利回吐。相对于美国银行，欧洲银行似乎变得具有吸引力，我们偏好欧洲银行，且相比小型银行更看好大型银行。

我们看好财务稳健和具备盈利能力的银行。在资产负债表方面，投资者必须了解银行的资本质量和偿付能力水平。在环球金融危机后，银行业一直积极减少杠杆和减持资产，同时增加存款，因此已纠正贷存比率（过往极高）引致的流动性失衡情况。

此外，多个市场和监管机构目前亦密切留意流动性覆盖率，监管机构过去几年要求欧洲银行进行大量密集的压力测试，包括应对利率冲击的压力测试。欧洲银行业在这

方面似乎更具抗压能力，因为欧洲银行没有重点投资于存续期长期，而是对冲利率成分，并主要持有短期证券，因此无需面对硅谷银行或其他美国小型地区银行承受的风险。

全球银行股急挫



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至 2023 年 3 月 13 日。

你们预测事件会否影响美联储收紧货币政策的立场？

在最近数周，市场价格开始反映美联储将会采取更进取的政策遏抑通胀，但硅谷银行危机触发的恐慌却令此趋势逆转，导致 2 年期国债收益率出现极端走势。我们认为美联储将会继续致力降低通胀，但亦需要评估当前危机的影响和潜在的溢出效应，因为宏观经济情况仍然脆弱，而且鉴于政策行动对经济的滞后效应，要作出整体评估并不容易。

我们认为硅谷银行倒闭将会引致金融环境进一步收紧，并令流动性问题加剧。随着银行股的估值承受更大压力，银行可能会在提供贷款时更加保守，并更加着重流动性。

由于金融环境已经收紧，加上其对增长的滞后影响尚未完全显现，美联储进取地加息的立场可能比一周前的预期温和。美联储认真看待有关情况，并已采取行动保护债券市场，避免市场严重崩溃。

「硅谷银行危机引致金融环境收紧，可能令美联储的进取立场比一周前的预期温和。」

2 年期国库债券收益率走势极端



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至 2023 年 3 月 13 日。

免责声明

本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发给获准接受之人仕，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到香港证券及期货事务监察委员会（「证监会」）的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标、财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。