

矽谷銀行倒閉不會引致系統性風險，但要留意經濟較脆弱的範疇



Monica DEFEND
東方匯理資產管理
研究院主管



Vincent MORTIER
集團首席投資總監



Matteo GERMANO
集團首席副投資總監

- **矽谷銀行倒閉和美國地區銀行受壓：**作為美國第 16 大銀行，矽谷銀行成為繼 Signature Bank 和 Silvergate Bank 後第三間倒閉的銀行，也是自 2008 年金融危機以來最大規模的銀行倒閉事件。倒閉的主要原因為資產和負債錯配，導致銀行在去年收益率上升時以低價出售優質債券，招致虧損。
- **聯儲局干預：**聯儲局介入事件，透過設立「銀行定期融資計劃」(Bank Term Funding Program)以支持流動性，向抵押美國國庫債券、機構債券和按揭抵押證券等優質證券的貸款人提供最長一年的貸款。相關資產將按面值估值。儘管市場信心仍然需要一段時間才能完全恢復，但此消息是重建信心的重要一步。
- **市場反應：**債券市場有劇烈波動，2 年期收益率亦有大幅波動，錄得自 1982 年以來最大單日跌幅。包括歐洲在內的股市亦出現拋售，特別是銀行業，我們認為此情況主要是由於年初至今市場表現強勁後投資者獲利回吐。
- **我們認為這事件並非由於系統性風險：**儘管矽谷銀行倒閉對市場不利，但屬於特殊事件，而非系統性問題。與雷曼危機相比，矽谷銀行並無槓桿，也沒有重大的衍生產品風險或相關的全球連繫。然而，事件突顯了審慎評估加息滯後影響的必要性，特別是當涉及非系統重要性的金融機構，以及其他缺乏嚴格規管的非銀行金融機構。
- **對銀行業的觀點：**自金融海嘯以來，大型系統性銀行的資金充足，並受到嚴格監管。整體而言，我們看好大型銀行多於小型銀行，特別是在歐洲，因為與之前的危機相比，當地銀行業的現況更理想，而由於歐洲銀行業能更好地管理存續期風險，並遵守嚴格的監管要求，因此並未出現類似美國銀行業所面臨的風險。事件對銀行的影響與其盈利趨勢有更大關係，這也是我們目前關注的重點。整體而言，事件令投資者更需要嚴格選擇和區分銀行。
- **對央行政策的潛在影響：**儘管我們認為聯儲局將會繼續致力對抗通脹，但仍要評估目前危機的影響及潛在的溢出效應，因為宏觀形勢仍然脆弱，而且鑑於政策行動對經濟的滯後影響，要進行整體評估並不容易。矽谷銀行危機令金融環境收緊，可能導致聯儲局的進取態度比一周前的預期溫和，並可能迫使歐洲央行重新評估政策路徑。然而，市場走勢一直處於極端幅度，由於通脹仍然是需要留意的主要因素，我們認為**現在並非與聯儲局對抗的時候**。
- **整體投資立場：**由於收益率曲線倒掛，代表市場開始出現問題，因此整體上我們維持審慎立場。我們對股票和高收益信貸保持審慎，並採取分散投資於不同地區的方針，包括投資於中國股票，因為近期市場動盪對中國股票的影響似乎較輕微。

矽谷銀行為何倒閉？

矽谷銀行是一間專門服務矽谷初創企業的商業銀行，現已被監管機構下令關閉。

矽谷銀行主要從事批發融資，客戶集中於科技行業，而與大型銀行相比，該銀行的資本要求較低，所受的規管也較少，這些因素均導致這次倒閉事件。初步跡象顯示，**真正導致銀行倒閉的原因是資產與負債錯配，而並非因為相關資產定價錯誤導致的問題。**

具體詳情：

- 矽谷銀行於 3 月 8 日宣佈計劃集資 22.5 億美元，以應付存款外流，並彌補去年出售證券時因收益率上升而導致的虧損。
- 存款外流主要由於矽谷銀行擁有獨特的客戶群，亦即創投基金和由創投基金注資的初創企業。以往，存款結餘的現金消耗率會以額外的創投資金抵銷，但在目前環境下，創投資金已經枯竭，因此相關初創企業更加倚賴存款。
- 當部分初創企業將資金從矽谷銀行轉移至其他銀行時，情況便急轉直下，存戶要求取回存款，令銀行出現擠提，加上投資者隨即拋售矽谷銀行的股票，導致銀行出現資金問題。

監管機構如何應對？

在 3 月 10 日上午，加州金融保護和創新局下令關閉矽谷銀行，並將其交由聯邦存款保險公司（FDIC）接管。其後，聯儲局宣佈設立銀行定期融資計劃，以解決流動性問題。

「將會透過設立一項新的銀行定期融資計劃（BTFP）以提供額外資金，向銀行、儲蓄協會、信用合作社和其他符合條件的存款機構提供最長一年的貸款，並以美國國庫債券、機構債券、按揭抵押證券及其他合資格資產作為抵押品，相關資產將按面值估價。BTFP 將會作為優質證券的額外流動性來源，讓相關機構無需在受壓時迅速出售這些證券。」

監管機構的行動具正面影響，應能有助穩定市場，市場亦開始要求進一步加強監管。

你們對金融體系有何看法？事件屬於系統性問題嗎？

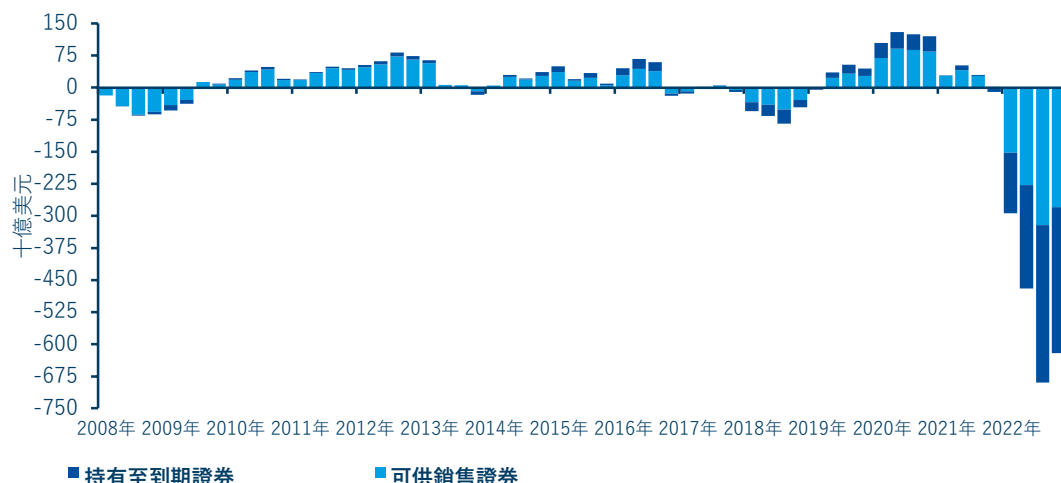
我們認為矽谷銀行倒閉並非類似雷曼兄弟事件的系統性事件，後者屬於信貸問題（高風險按揭抵押證券大幅減值）。然而，**矽谷銀行面對的是資產與負債錯配問題**，而其持有優質的政府債券和機構按揭抵押證券，虧損的金額也遠低於雷曼事件。此外，雷曼的槓桿率極高，並透過龐大的衍生產品網絡，與金融體系緊密相連。

矽谷銀行（和其他銀行）的槓桿率遠低於雷曼，亦沒有極大的衍生產品風險，而且與金融體系相連程度較低。

這是一次特殊事件，我們沒有看到任何大型系統性銀行出現類似的情況。**整體而言，我們認為就償債能力和承受衝擊的能力而言，系統性銀行的情況遠勝 2008 年，所以並不擔心。**

然而，較小型銀行卻面對若干風險。例如，較小型銀行的資本要求不太嚴格，可能無法防止類似情況發生。**我們尤其需要密切監察非系統重要性的金融機構，以及其他非銀行金融機構**，因為政策利率上升可能會對其資產負債表和獲得資金的能力構成滯後影響，導致出現不平衡的情況，根據 FDIC 的數據，美國的銀行可能因此錄得約 6,200 億美元的潛在虧損（見下圖）。

投資證券的未變現收益（虧損）



資料來源：聯邦存款保險公司。注：僅限受保障及提交申報報表人士。

「我們嚴格選擇銀行，並對中型金融股持審慎態度。」

你們對銀行業有何看法？

我們看好美國整體銀行業，但對中型金融股則取態審慎。我們看好具備有力估值支持和擁有多元化存款基礎的銀行，同時避開面對信貸風險的銀行，因為後者更容易受到衰退風險的影響。同樣，在信貸方面，我們在過去和現在均偏好具系統重要性、充足資本和流動性的美國及非美國銀行，這些銀行在全球金融危機後改善融資情況，槓桿比率亦較低，同時亦受嚴格的資本及流動性要求規管，而且與較小型的地區銀行相比，其存款較分散，業務模式亦更多元化。

我們預料短期市場波動將會加劇，但矽谷銀行事件最終可能在三方面惠及大型銀行：

- 矽谷銀行的客戶（甚至其他小型銀行的客戶）很可能會將存款轉移至較大型和歷史更悠久的金融機構。
- 行業貸款標準很可能會進一步收緊，繼而限制經濟增長和降低通脹，令聯儲局繼續加息的必要性降低。因此，隨著利率保持平穩，客戶將存款轉移至高收益資產的意欲將會下降。
- 市場憂慮金融體系而引致的避險環境，可能令投資者沽售股票、轉持現金，令整個行業的存款量增加。

「歐洲的拋售潮主要受獲利回吐帶動，我們仍然認為歐洲銀行股比美國銀行股可取。」

你們對歐洲銀行業有何看法？

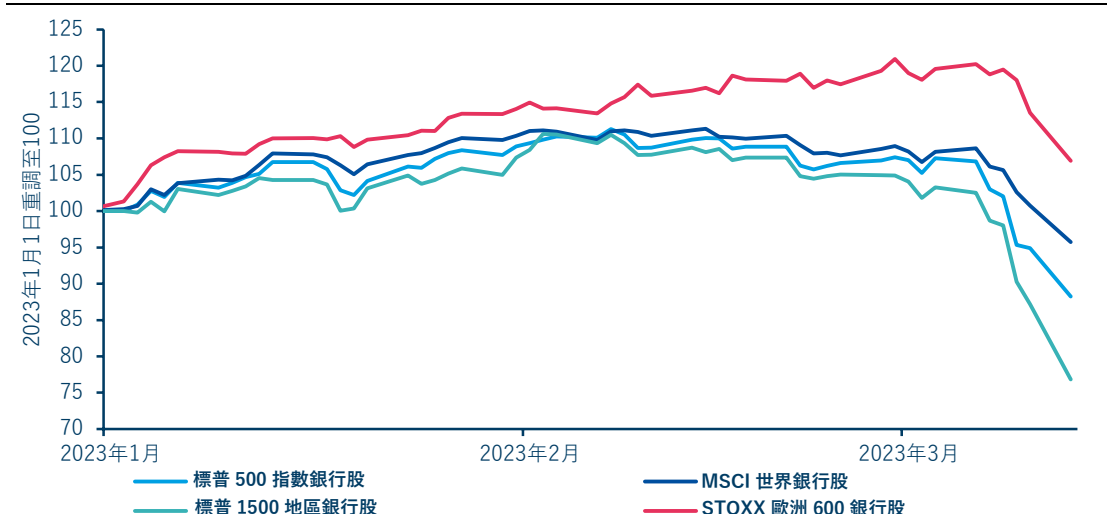
歐洲銀行業方面，相關風險對當地的影響輕微，貨幣市場相當穩定，沒有出現任何緊張的跡象。近期的大規模拋售潮主要源於市場在年初至今表現強勁後，投資者調整持倉和獲利回吐。相對於美國銀行，歐洲銀行似乎變得吸引，我們偏好歐洲銀行，也認為大型銀行比小型銀行可取。

我們看好財務穩建和具備盈利能力的銀行。在資產負債表方面，投資者必須了解銀行的資本質素和償還能力水平。在環球金融危機後，銀行業一直積極減少槓桿和減持資產，同時增加存款，因此已經糾正貸存比率（過往極高）引致的流動性失衡情況。

此外，多個市場和監管機構目前亦密切留意流動性覆蓋率，監管機構過去幾年要求歐洲銀行進行大量密集的壓力測試，包括應對利率衝擊的壓力測試。歐洲銀行業在這方面似乎更具抗壓能力，因為歐洲銀行沒有重點投資於存續期，而是對沖利率成份，並主要

持有短期證券，因此無需面對矽谷銀行或其他美國小型地區銀行承受的風險。

全球銀行股急挫



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博。數據截至 2023 年 3 月 13 日。

「矽谷銀行危機引致金融環境收緊，可能令聯儲局的進取立場比一週前的預期溫和。」

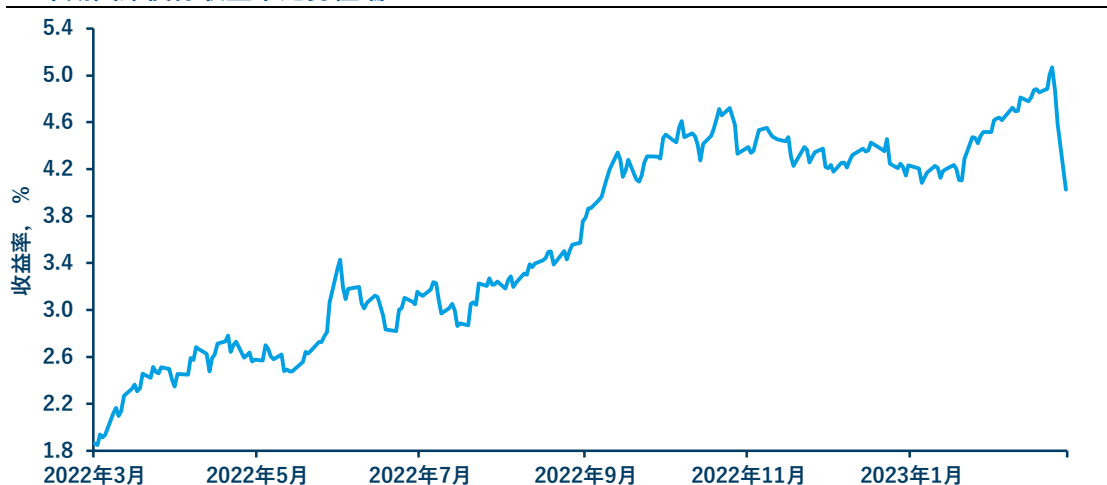
你們預計事件會否影響聯儲局收緊貨幣政策的立場？

在最近數週，市場價格開始反映聯儲局將會採取更進取的政策遏抑通脹，但矽谷銀行危機觸發的恐慌卻令此趨勢逆轉，導致 2 年期國庫債券收益率出現極端走勢。我們認為聯儲局將會繼續致力降低通脹，但亦需要評估當前危機的影響和潛在的溢出效應，因為宏觀經濟情況仍然脆弱，而且鑑於政策行動對經濟的滯後效應，要作出整體評估並不容易。

我們認為矽谷銀行倒閉將會引致金融環境進一步收緊，並令流動性問題加劇。隨著銀行股的估值承受更大壓力，銀行可能會在提供貸款時更加保守，並更加著重流動性。

由於金融環境已經收緊，加上其對增長的滯後影響尚未完全顯現，聯儲局進取加息的立場可能比一週前的預期溫和。聯儲局認真看待有關情況，並已採取行動保護債券市場，避免市場嚴重崩潰。

2 年期國庫債券收益率走勢極端



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博。數據截至 2023 年 3 月 13 日。

免责声明

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。