

## 全面評估近期銀行業事態發展的影響



**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**  
集團副首席投資總監

- 對全球經濟前景及中央銀行的影響：**經濟著陸的情況或較最初所想的情況更壞。美國經濟確實轉差，第二季應該會陷入衰退。信貸緊縮正開始出現，將影響經濟增長並會決定衰退的程度。經濟前景欠佳，市場正重新評估中央銀行的行動。我們仍然認為聯儲局本週開會時很可能加息達 25 個基點。但並非每一次加息的目的都一樣：聯儲局須加息以維持市場信心，正如歐洲央行一樣。聯儲局年底前可能會再加息達 25 個基點，但要基於以下的假設：銀行業沒有其他問題、聯儲局的流動性措施使銀行業穩定下來、信貸供應減少、通脹為黏性通脹並且持續。我們認為，如果終端利率為 5.25 厘，上述所有條件必須出現。我們現正進入未知的領域，我們預期中央銀行會繼續更依賴數據，而不會發出政策指引，正如歐洲央行近期會議的做法。
- 銀行業近期最新情況：**瑞士監管當局在週末發起瑞銀收購瑞信，以免瑞信的危機蔓延。該宗併購整體上正向好發展，消除了歐洲銀行所面對的部分大型極端風險，而由私營公司解決問題也是一件好事。然而，將額外一級資本(AT1)債券完全減值的做法令市場震驚，並且對銀行後償信貸市場有不良影響。其他歐洲監管當局（歐洲銀行業管理局、單一處置委員會、歐洲央行、英倫銀行）已確認處理方案，權益工具很可能會在任何 AT1 減值時先用於填補虧損。這樣可略為向投資者保證歐洲設有監管框架並且支持市場。
- 對歐洲銀行業的影響：**展望未來，我們認為歐洲銀行體系穩健，目前的重新定價使最穩定的優質零售銀行的信貸變得吸引。股票方面，淨息差擴闊的幅度較先前的預期為小，而由於信貸條件收緊，數量也會減少。由於預期銀行在中短期內會成為歐洲每股盈利的首要推動力，歐洲盈利增長整體上將會受到影響。我們仍然看好歐洲銀行盈利增長，與先前的預期相比，只會略為遜色。由於歐洲銀行流動性狀況及資本狀況均良好，信貸收縮的憂慮似乎為過慮。
- 對新興市場的影響：**剛過去的一段時間，新興市場資產為表現最佳的資產類別，現在不免受到市場波動所影響，強勢貨幣債券息差略為擴闊，先前表現較基準出色的 MSCI 新興市場指數也略為表現失色。另一方面，在核心中央銀行貨幣政策方向初步重新定價時，而且市場預期新興市場中央銀行會逐步採取偏向減息的立場，本地債券存續期同期的表現較基準出色。新興市場個別國家強弱不同，我們仍然選擇性看好新興市場。緊縮貨幣政策週期快將到達頂峰，一旦金融市場情況穩定下來，中國重新開放或會成為有利因素。
- 對整體跨資產投資立場的影響：**雖然我們年初對風險資產採取審慎立場，我們對信貸高收益越來越謹慎。我們亦更看好美國存續期，美國存續期在動盪時期期間已再次發揮分散風險的作用。黃金在趨避風險期間具有避險的吸引力，我們也看好黃金。至於石油，在石油走勢向好一段時間後，我們策略上改為抱持中立立場，因為在收緊借貸的情況下中，歐美石油需求欠佳的溢出效應，影響遠遠超過中國重新開放的有利影響。

### 銀行業現時的動盪如何影響你們對經濟及中央銀行的看法？

由於最初認為通脹只是短期現象，貨幣收緊政策遲遲才出現。聯儲局承認會出現較持續的通脹壓力後，聯儲局開始急劇大幅加息，將對今年下半年的經濟產生影響，並

現正引致問題。尤其是經濟著陸的情況或會較最初所想的情況更壞，美國經濟確實轉差，第二季應該會陷入衰退。信貸緊縮將影響增長並會決定衰退的顯著程度。全球市場方面，中國重新開放有助抵銷美國經濟硬著陸的影響，但不足以全部抵銷。

在較黯淡的經濟前景中，市場正重新評估中央銀行的行動。如果在危機前的市場爭論點是聯儲局會否持續大幅度加息或小幅度加息，現在的討論則集中在不加息還是小幅度加息，並且質疑量化緊縮。

「由於收緊金融狀況，我們預期美國經濟前景欠佳，聯儲局加息的態度不會很進取：利率仍很可能輕微上升，然後暫停上升。」



資料來源：東方匯理資產管理研究院使用彭博的數據，截至 2023 年 3 月 20 日。金融狀況以彭博美國金融狀況指數顯示。

中央銀行現在樂意從貨幣政策方向（旨在打擊通脹）區別出來，採取行動對付銀行業的風暴。事實上，中央銀行正認真對待現時的動盪情況，在週末期間宣佈共同行動，增加美元的流動性。這並不尋常由於中央銀行傾向主動行動，在任何潛在資金壓力在體系內出現前減輕有關壓力。

我們現正進入未知的領域，我們預期中央銀行會繼續採取更依賴數據行事，而不會發出政策指引，正如歐洲央行近期會議做法一樣。債券市場的波動將因此居高不下。

「瑞銀與瑞信的交易有助消除對方風險並防止危機蔓延。」

上週末期間（3 月 19 日），瑞士監管當局發起瑞銀收購瑞信，限制瑞信的危機蔓延。你們對交易有甚麼看法？

瑞信同時面對不尋常的存續與盈利的挑戰（管治問題、投資銀行業務經營困難、存款基礎集中），為歐洲銀行業最弱的一環。因此，瑞信與瑞銀合併可望略為恢復投資者對歐洲銀行業的信心。

我們認為無序的處置應可易於處理（因瑞信而承擔的風險已分散於各個界別），交易現已消除對方風險並防止危機蔓延。由私營公司解決問題，毋須大型政府援助計劃介入，也是一件好事（有別於大型金融危機時，國家支持發揮重大作用）。

雖然合併可能是對瑞銀具而言是吸引的戰略性長期交易，該集團可望增加財富管理業務及瑞士銀行業務的市場佔有率，但整合過程可能很複雜，並且耗費管理層未來數年的精力。雖然瑞信正面臨流動性壓力，而如果問題未能快速解決，

金融穩定亦會承受更大風險，但令人意外的是，瑞銀的股東沒有權批准如此大型的交易。總體而言，我們認為瑞信的問題特殊，因此有關行動不會觸發銀行業進一步整合。

**「將瑞信 AT1 債券完全減值對銀行後償信貸市場有不利影響。監管當局對監管框架的保證應有助緩解定價風暴。」**

#### 你們如何評估將瑞信 AT1 債券完全減值及其對信貸市場的影響？

雖然瑞士 AT1 債券附有具體的存續條款，瑞士監管機構 FINMA 決定須撤銷瑞信的 160 億瑞士法郎 AT1 債券的所有價值但保留部分股權令人意外。這個決定似乎沒有尊重債權人償債優先順序的承諾。

瑞士當局在週末發起的交易，須吸引瑞銀參與。除了股價低外，使交易更吸引力的要求之一是撤銷瑞信額外一級資本（「AT1」）的所有價值。而由於瑞信資本額不足，本來撤銷條款並未觸發。為特定交易而定制發出緊急條例令撤銷變得可能。

此舉顯然對後償債券市場較低的資本結構（即 AT1）有不利影響，AT1 變得與股票一樣具有風險，甚至風險更大。這樣不是市場為 AT1 定價的方式，因此它將使銀行日後發行 AT1 的成本更高。最初，AT1 證券須大幅重新定價，銀行業資本架構的其他方面，即較低二級及非優先債券受到的影響有限。我們也發現非金融企業後償票據行動較少。

其他歐洲監管當局（歐洲銀行業管理局、單一處置委員會、歐洲央行、英倫銀行）已確認處理方式，權益工具很可能會在任何 AT1 減值時首先用於填補虧損。此舉有助向投資者保證歐洲設有監管框架並且支持 AT1 市場日後重新開放，進行新的第一發行。這樣可略微緩解 AT1 債券定價風暴。

展望未來，我們認為歐洲銀行體系穩健，目前的重新定價為最穩定的銀行產生具吸引力的機會。

**「由於歐洲銀行流動性及資本狀況均良好，信貸收縮的憂慮似乎為過慮。」**

#### 股票方面，瑞銀與瑞信的交易如何影響你們對歐洲銀行業的看法？

淨息差擴闊的幅度較先前的預期為小，而由於信貸條件收緊，數量也會減少。由於預期銀行在中短期內會成為歐洲每股盈利的首要推動力，歐洲盈利增長整體上將會受到影響。我們仍然看好歐洲銀行盈利增長，與先前的預期相比，只會略為遜色。

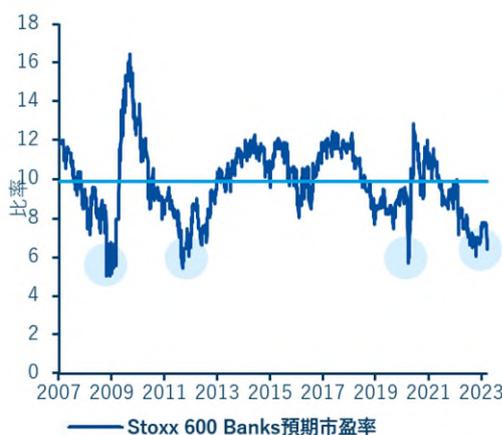
此外，雖然歐洲銀行業整體的流動性似乎仍然良好，一些機構的存款競爭可能加劇，而來自貨幣市場基金的競爭則較美國少。因此，存款 beta 值仍然較低。

銀行業盈利能力的關鍵在於歐洲經濟能否在未來數年避開衰退，以及勞動市場是否仍然蓬勃，一旦勞動市場轉差將使資產質素受到更大的挑戰。融資成本上漲時，信貸緊縮的憂慮可能加劇，但歐洲銀行業的良好的流動性及資本狀況應可確保新借貸融資可支持實體經濟支持。我們認為目前毋須憂慮。

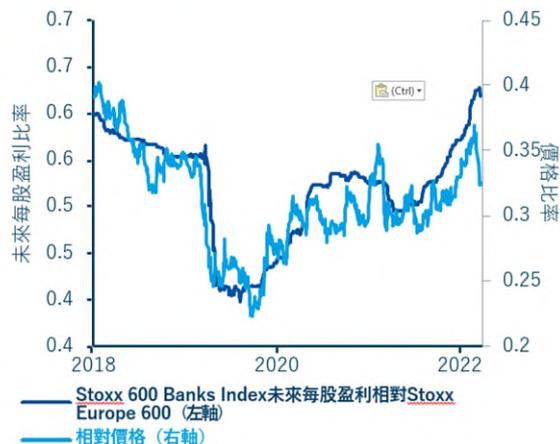
銀行業的投資氣氛最近數週轉差，風險溢價已消失，而銀行業的隱含權益平均成本現已上升至約 16% 的水平。估值方面，銀行因負面消息而估值下跌，歐洲銀行股的市盈率倍數現在為約 6 倍（根據 2024 年的估計盈利計算），歷史平均數則為約 10 倍。

「歐洲銀行盈利增長仍然值得看好，與先前的預期相比，只會略為遜色。」

銀行估值降級



盈利預測點與上升潛力



資料來源：東方匯理資產管理研究院使用彭博的資料，截至2023年3月20日。

「投資新興市場，須更加精挑細選：通過全球經濟週期、中國重新開放及個別中央銀行對通脹的反應，我們注意風險及機會。」

### 新興市場方面，你們如何評估當前動盪的影響，尤其是強弱方面？

最初矽穀銀行觸發趨避風險的投資氣氛，然後瑞信的困境使新興市場資產也受到影響。在剛過去的一段時間表現最佳的新興市場資產受到嚴重拋售，強勢貨幣債券息差略為擴闊，先前表現較基準出色的MSCI新興市場指數也略為失色。

另一方面，由於核心中央銀行貨幣政策方向初步重新定價，以及市場預期新興市場中央銀行會逐步採取偏向減息的立場，本地債券存續期同期的表現較基準出色。

展望未來，我們認為：

- 選擇性投資日益重要，在長期趨避風險期間，銀行業的壓力使企業及主權國家難以取得貸款，財務實力弱的企業及國家亦如是。
- 此外，在增長欠佳的环境中，石油及商品價格受壓的期間不會使強勢貨幣高收益債受惠。相反，投資級債券價格雖然較昂貴，但更有保障。在存續期投資預期回報較高時，本地貨幣債券的預期表現更為不明朗。外匯只有選擇性的機會。
- 新興市場股票方面，銀行業目前的壓力引致融資條件收緊及經濟增長欠佳，加強市場對即將來臨的盈利公佈期成績欠佳的想法，不過中國經濟復蘇應可抵銷部分不利的趨勢。新興市場的股票估值仍然吸引（以拉丁美洲及東歐為主）。
- 新興市場銀行業務模式有別於發達市場模式，並必定有別於矽穀銀行的模式。大部分新興市場銀行資產都是以貸款為主而並非投資證券，具有龐大的零售存款成分，批發存款有所增加，但通常佔資金來源的比重並不大。相對較大的部分集中於重要的公司（美元發行人）。因此，新興市場銀行的資產負債表受到利率變化的直接影響不算大，但或會間接受到經濟狀況影響。

最後，從跨資產的角度來看，你們如何評估目前的趨避風險環境，而投資者應該如何應對？

**「我們仍然對資產配置審慎。我們對容易受經濟前景影響的市場領域越發審慎，例如高收益及石油。」**

經濟前景越發不明朗，衰退風險升溫，中央銀行幾乎不發出指引，投資者整體上須採取更為審慎的立場。雖然我們年初對風險資產採取審慎立場，我們對信貸高收益越來越謹慎。我們亦變得看好美國存續期，因為美國存續期在動蕩期間已再次發揮分散風險的作用。黃金在趨避風險期間具有避險的能力，我們也看好黃金。至於石油，在走勢向好一段時間後，我們策略上轉為中立立場，因為在收緊借貸的情況下，歐美石油需求欠佳有不利的溢出效應，影響遠遠超過中國重新開放的有利影響。

#### 免責聲明

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」。