

銀行風暴打擊投資人信心

中金點睛
嚴佳卉、侯德凱

中金公司分析師

3月19日，在瑞士財政部、瑞士央行和瑞士金融市場

監管局（FINMA）的協助下，瑞信和瑞銀達成了全股票交易的合併協議，瑞信的股權和其他一級（AT1）資本工具的投資人面臨較大幅度的虧損。雖因政府的快速介入，市場對系統性風險的擔憂有所緩解，但對風險的蔓延仍有憂慮，銀行股投資風險偏好下行。

筆者認為瑞信的風險暴露既有外部經濟利率環境的原因，也是自身經營不善導致，還有美國中小銀行風險事件鋪墊的恐慌情緒渲染。不同於硅谷銀行，瑞信為全球系統重要性銀行之一，規模更大、資產負債業務與金融市場關聯度更高，市場擔心其風險的發生會影響其他金融機構、衝擊實體經濟。

首先，瑞信的風險暴露使其股債投資人面臨較大虧損，粗略估計達上百億瑞士法郎。股權方面，瑞信前三大普通股股東為沙特國家銀行、卡塔爾投資局、Olayan Europe，共持股20%。AT1資本工具方面，瑞信AT1資本工具的投資者主要為全球的資產管理機構及銀行業金融機構，AT1資本工具全部減記對其敞口直接帶來虧損，同時本事件造成了AT1市場整體波動，預計或對其他銀行AT1投資者產生間接影響。

美國中小銀行短期料續爆煲

其次，其他經營欠佳的銀行或面臨融資壓力。市場擔心是否有其他銀行也面臨類似困境，因此較為關注各家銀行債券投資未兌現損益情況、資本充足率情況、負債穩定性情況，投資者更為謹慎。上述指標表現存在瑕疵的銀行可能面臨負債成本抬升、融資困難的壓力。

對於中金覆蓋的上市銀行而言，H股滙豐控股、渣打集團近日來股價下跌幅度較大，主要由於其對瑞信存在一定直接敞口，同時歐洲銀行系統整體風險溢價上升導致其估值走低；H股中銀香港、恒生銀行股價也有下跌，主要由於中國香港利率環境與海外關聯度較高，因此市場也對高利率環境下銀行存款流失存在擔憂，但相對滙豐控股和渣打集團表現較好，主要由於其敞口集中在中國香港，對瑞信風險敞口及歐洲銀行業的關聯度相對較低；對其他H股和A股上市的中資銀行而言，其境外敞口較小，利率環境也與歐美市場有明顯差異，預計影響有限。

最後，流動性緊縮可能導致銀行信用成本攀升，因通脹導致的高利率環境可能引發更多風險。從美國商業銀行資產負債表看，2022年四季度以來，美國銀行存款開始同比負增長，而貸款同比增速雖依舊保持高位，但拐點已經出現。同時，美國四大行貸款不良率與撥備計提正在從2021年以來的歷史低位回升，後續若高利率環境延續，美國銀行業或面臨規模增速放緩、信用成本攀升的問題。筆者預計短期內歐美市場可能仍有抗風險能力較弱的部分中小銀行出現風險，但換一個角度，這也是市場優勝劣汰機制在發揮作用。

雖然筆者認為短期內銀行風險仍會有所傳導，但風險蔓延的速度、擴散的幅度可能不及2008年金融危機時期，主要由於如下原因：

首先，底層資產質量相對較好。2008年金融危機時期，造成金融機構巨額虧損的是資產質量較差的次級按揭貸款。而本次銀行風險事件中，造成銀行虧損的資產並非次級貸款或次級資產，而是利率上行環境下，此前購買的低利率債券發生公允價值損失。目前來看，該類債券資產質量仍然較優。也正是因為資產質量相對較優，在風險處置時、尋找潛在收購方時，難度相對較小。

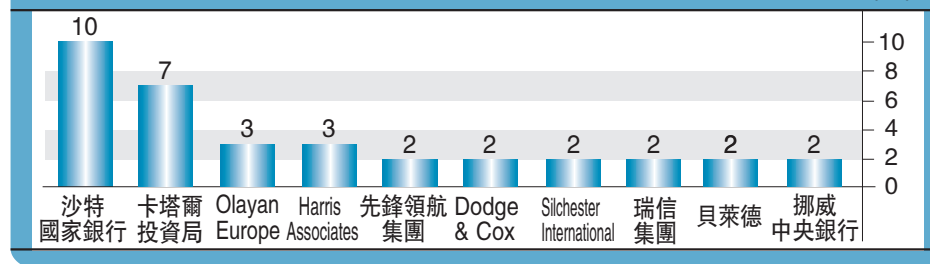
其次，居民部門槓桿率較低。相比2008年金融危機爆發前，美國當前居民部門槓桿率顯著較低，企業部門略有走高，筆者預計企業和居民的償債能力和抗風險能力仍有一定韌性。歐洲居民部門槓桿率穩定保持在較低的水平，但企業部門槓桿率有所上升。

再次，系統重要性銀行資本充足率較高。2008年金融危機後，國際清算銀行修訂出台了《巴塞爾協議III》，對全球系統重要性銀行提出更高的資本要求。2022年三季度末歐元區銀行機構一級資本充足率為15.8%，資本充足率18.1%，明顯高於2007年8.0%和10.2%的水平。

最後，政府部門的快速介入有利於穩定信心。我們看到瑞信發生風險後，瑞士聯邦財政部、瑞士央行和FINMA快速介入，通過定向流動性支持、瑞銀瑞信合併方案設計穩定市場信心，雖然其中AT1資本工具的損失確認、合併方案繞過股東大會的方式引起市場熱議。

展望中長期，筆者預計，在相對以往較高的利率環境下，歐美銀行業可能集中度提升，可存續經營的銀行息差和盈利回報可能走高，但仍需關注資產質量與信用風險。

瑞士信貸前十大股東持股份額



港息受美影響逐步下降

樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

筆者近十多年都在研究和分享市場的新常態，發現很多人對聯繫匯率下的息口趨勢分析都用錯了原則，想法不配合實際的環境。當然，筆者不是金融專家，只是發揮地產代理作為市場證人的角色，將個人見到的事實和大家分享，正如任何投資，甚至買不買樓都存在風險一樣。當然筆者的觀點同樣也可能存在風險，大家可以當這是一個另類的角度去看息口趨勢以作參考。

聯繫匯率下的港元，因為和美元掛鉤的關係，所以香港的金融深受美國影響，但到了今日複雜的市場勢態，美國力量只能說是可以影響到香港，但不能控制到香港的金融。

以P按（最優惠利率按揭計劃）來說，加息快慢的最主要因素是存貸比，很多大銀行的存款量其實都是等於按揭的數倍，亦可以說是沒有太多條件加P按，否則銀行要做蝕本生意了。美國息口只是會決定到息口趨勢。香港雖然可能要追隨趨勢，但往往這個延後追隨趨勢的時段都是長過加息周期的時段。以上一次加息周期為例，美國2015年12月開始加息，直至2018年共加9次息口累計加幅2.25厘，卻在2019至2020年很快減至零息，香港最優惠利率只是

在2018年象徵式地加了八分之一厘。

而H按（銀行同業拆息按揭計劃）亦不是美息所直接控制的。雖然香港也是受美國市場利率的影響，影響H按最大的因素是資金流，市場上銀根短缺，令銀行結餘減少，H按就會加。相反如果在美國加息之下，香港銀根仍然鬆動的話，H按一樣有機會減息的。在東升西降的大局下，資金匯聚令到香港進入低息期，而美國加息，香港是受影響最少的金融中心。

事實上，影響現金流和銀行結餘的因素還有許多，並不是單純看美國的息口趨勢。例如炒家套息，炒家會向銀行借錢然後衝擊港元，令到銀行結餘下降，H按息口自然上升。但這種加息並不是因為香港要追隨美國，而是因為套息下炒家抽乾了香港的銀行結餘。

另一個影響銀行結餘的因素是未償還外匯基金票據和債券。當資金過多湧入香港銀行體系時，為免市場資金過剩，政府就會增發票據去吸收流動性，如2021年9月至2022年2月金管局共增發約1200億票據從銀行結餘中吸收過多的資金。即是說，如果香港沒有出現因資金湧入而引發大量的投資活動的話，那就不會害怕來了的資金流走。明白了以上道理大家就不會對加息過分恐慌。

當然，美國可能停止加息，但亦有可能因為瑞信的事情而令市場資金需求突然加劇。是危？是機？還要看未來變化。



▲分析認為，硅谷銀行業務高度集中，突然倒閉，必將在科技創新的生態圈造成缺口，重挫美國科技界的元氣。

美國硅谷銀行（SVB）倒閉引發歐美金融動盪，隨著聯邦存款保險公司介入，接管了兩間遇上擠提的銀行，銀行界也齊心協力挺起陷入困境的同業，一場迫在眉睫的金融風暴暫時平復下來，騰出喘息空間，讓不同持份者可以整理來龍去脈，好好思考如何去化解這場危機，以確保與這間硅谷影響力最大銀行息息相關的創投行業和科技創新公司能繼續穩定發展，並防止連鎖反應觸發更重要的、長期的格局變化。

金融動盪重挫美創科元氣



創科宇宙 梁穎宇

創業投資者聯盟召集人

截至執筆之時，美國硅谷銀行和Signature銀行已被接管逾一周，第一共和銀行也獲花旗、摩通等11間大銀行承諾存入300億美元支持，硅谷銀行母公司SVB金融集團亦已在紐約按照破產法第11章申請破產。歐美銀行股雖然受壓，但環球金融市場整體回穩；只是對於美國創投和創新科技界而言，這可能是一個難以逆轉的分水嶺，從短期和長期來看都給行業帶來重大的挑戰。

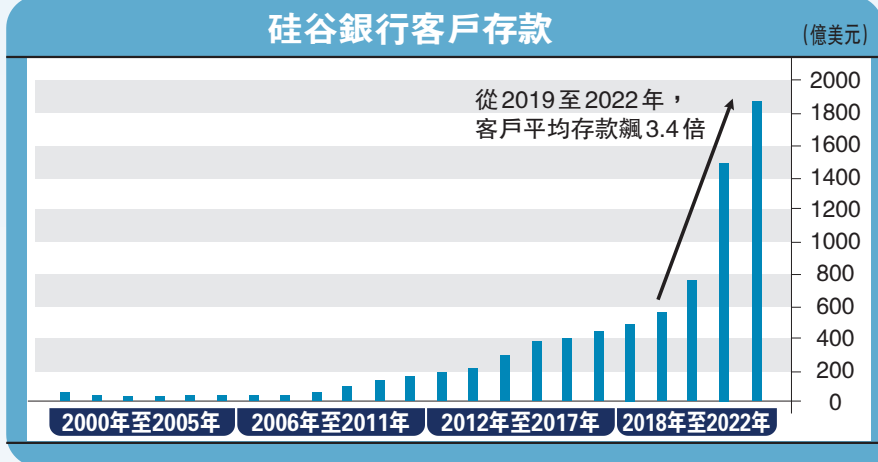
初創企業恐斷水喉

硅谷銀行是一家專注於為美國創投和科技初創提供金融服務的銀行，成立四十年以來，孕育了不少科技公司的成長，客戶名單上盡是Founder's Fund、Andreessen Horowitz、紅杉、臉書、推特等創投巨擘和科技新貴，竟然在一夜之間完全崩潰，一度無法讓用戶調動賬戶內的資金，致客戶連發薪和支付賬單都成問題，所帶來的衝擊震撼不少美國初創企業。

大部分創新科技公司在成立初期，由於未有或只有微不足道的收入，往往會被傳統銀行視為高風險，而拒諸門外。硅谷銀行是少數樂意為他們服務的銀行。硅谷銀行突然倒閉之前，據報已為美國半數獲創投支援的科技和生命科學公司提供銀行服務；同時亦為企業家和員工提供私人理財服務，甚至投資於初創背後的創投基金及提供上市包銷服務，為初創企業提供了進入美國資本市場的機會。

硅谷銀行最受歡迎的業務是創投貸款（Venture Debts），一種在初創公司每輪股權融資之間，為企業提供流動現金的貸款。銀行視創投入股為對公司的背書，以此作為批出貸款的主要準則，貸款額一般是最近期一輪股權融資額的25%至35%，預期公司用下一輪融資的收益償還。該業務的最大優點是讓初創公司毋須頻繁進行股權融資，避免股權大幅攤薄，故此許多後種子階段的初創公司在獲得創投基金入股後都會申請。

據美國傳媒報道，硅谷銀行現今賬面上有價值約740億美元的貸款，當中包括大量創投貸款；但部分貸款條件或要求公司把資金存入，變相掌控了客戶現金流，以致在其倒閉前夕客戶爭相把資金轉出，短時間內被提走420億美元，而為滿足一擁而至的提款需求，被迫蝕賣手頭上的美國國債，更進一步引發了擠提風波。接下來的問題是，誰可填補硅谷



銀行遺留下的空白，為初創公司提供資金。即使有白武士願意買下硅谷銀行的業務，新擁有者如果沒有數十年的關係和機構知識，也不太可能向創業社群提供同樣高度靈活性的支援，初創公司未來必定更難獲得貸款，而這可能會危及美國未來十年在科技創新上的優勢。

美聯儲去年3月首次加息以來，不斷上升的利率侵蝕了科技公司的融資能力。CB Insights在1月份發布的數據顯示，2022年美國的創業投資較對上一年下降了37%。資金流入減少的一個後果是初創估值壓力越來越大，許多公司多年來首次遇上估值下調，如今失去了硅谷銀行的支持，更是捉襟見肘。

美債成為燙手山芋

科技創新和進步是美國經濟的重要支柱，宏觀經濟不明朗及衰退風險上升，再加上估值暴跌，不少科創公司被迫割肉求生，進行大規模裁員和精簡架構，推動經濟增長的一大引擎正面臨失速危機。但更值得注意的是，今次慘痛經歷可能會帶來更重要的長期格局變化，而這牽涉到全球最重要的貨幣系統——美元。

與2008年銀行因參與次級按揭貸款和CDS（信用違約互換）等高風險投資而觸發金融海嘯不同，引爆硅谷銀行危機的直接原因是其在美國短期國債的投資大幅虧損，造成資不抵債而觸發存戶擠提；但是按照傳統理財智慧，美債一直被視為最優質、最安全、流動性最高的投資工具，誰也沒料過如今竟成為了一個引爆器。

自從對上一次金融海嘯以來，美聯儲一直維持超低利率政策，美國科技股受惠於平錢處處，步入了長期上升軌。新冠疫情期間，美國政府為了刺激經濟復甦進一步放水，市場資金氾濫推動納斯達克指數於2021年11月創出16057點的歷史高位，初創企業能輕易以高估值融入資金，不但貸款需求銳減，存放於硅谷銀行的存款更從2020年初只有550億美元，激增至

2022年底的1860億美元。

新增逾千億元存款卻苦無出路，硅谷銀行就把錢投入收益較高的政府債券，本應是一項穩妥投資。只是好景不常，美國通脹自2021年底開始大幅飆升，美聯儲去年3月開始加息，導致了美債暴跌。非常不幸的是，硅谷銀行在利率上升之前，已把其約65%的資金押注在政府債券上，這些低息債券的賬面值快速下跌，至3月初損失已經超過了其股本總額，評級公司準備下調評級，客戶聞風把銀行存款取出來轉投收益率接近4%的貨幣基金。

硅谷銀行面對存款大量流失且提款需求不絕，被迫蝕賣手頭美債應急，而當消息傳出後就一發不可收拾。其慘痛經歷延伸出美債是否仍是一個安全投資的問題，因為有許多其他地方性銀行也有使用類似的手段進行現金管理，自然面臨着同樣的風險，必須小心拆彈才能避免危機蔓延。全球對沖基金巨頭橋水創始人達利歐（Ray Dalio）早前在社交媒體上發文稱，**硅谷銀行倒閉事件是典型的短期債務周期泡沫破滅的景象，不僅會在創投行業引起連鎖反應，並將超出創投的範圍，未來兩年的投資風險非常高。**

硅谷銀行業務高度集中，突然倒閉，必將在科技創新的生態圈造成缺口，重挫美國科技界的元氣。長遠來說，美國政府介入救助銀行存戶也將帶來更多審查，並可能導致更多的訴訟和監管，美國總統拜登已誓言要推動更嚴格的銀行監管，美國創投和科技創新界將會進入一個漫長的修復期。

不幸中之大幸是，中國絕大部分創新科技公司與硅谷銀行沒有業務往來，中國也沒有像硅谷銀行般營運的金融機構，是以在這次風暴中還是比較安全。可以預見，初創公司未來的投資成本會更高，實際水平視乎最終由誰接手硅谷銀行，若新買家未能提供同樣貼合初創需求的債務管理模式，日後可能要更依賴股權融資、付出更高的技術開發成本。