

瑞士信贷 VS 硅谷银行，金融环境不同决定货币政策思路不同

报告要点

同样面对银行业危机，欧央行需考虑的是在欧元高估抬升金融压力、银行体系杠杆水平偏高、居民部门信用偿付能力偏弱的三重挤压下，如何放松货币政策以对冲通胀下行后的金融条件被动收紧。这和美联储应对硅谷银行事件的政策思路有本质不同。

摘要：

本周二，瑞信在披露的年报中称其 2022 年和 2021 年财报程序存在“重大缺陷”，审计机构普华永道对瑞信内控的有效性出具了“否定意见”。瑞士信贷 5Yr CDS 冲高至 1080，并带动其他欧元区大型商业银行 CDS 价格走高，欧元区斯托克银行股指下跌 18%。我们对此理解如下：

第一，与美国相似，欧元区银行业也面临收益率上升造成估值损益、收益率曲线倒挂施压净息差的负面影响，但由于银行业占欧元区金融体系的比例更大，受到的负面影响程度也更大。

第二，除上述金融体系结构带来的负面影响外，欧元区金融环境还受到欧元高估抬升金融压力、银行体系杠杆水平偏高、居民部门信用偿付能力偏弱的三重挤压。

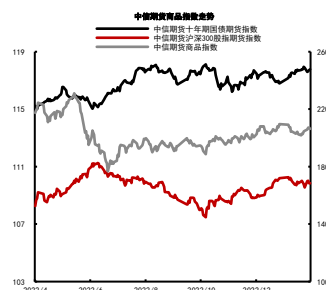
第三，美国实际政策利率上升、油价下跌将带动欧元区通胀快速回落，通胀下行造成欧元区金融环境进一步被动收紧，欧央行将先于美联储转向以对冲金融压力。

综上，瑞士信贷所表征的欧元区银行业问题对欧央行货币政策的影响，与硅谷银行事件所表征的美国银行业问题对美联储货币政策的影响，有本质上的不同。这背后是金融体系结构差异、金融环境压力、银行体系杠杆、私人部门信用风险暴露的综合结果，造成欧央行和美联储需用不同思路应对同类事件。

欧央行需要考虑的是，在欧元高估抬升金融压力、银行体系杠杆水平偏高、居民部门信用偿付能力偏弱的三重挤压下，如何放松货币政策以对冲通胀下行后的金融条件被动收紧。

美联储需考虑的是，如何快速拉升实际政策利率，进而压低商品通胀水平、推高实际薪资增速，以实现一方面有效遏制通胀，另一方面避免经济衰退的目标。

风险因子：美国爆发更大规模信用紧缩。



固定收益团队

研究员：
张菁
021-80401729
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

目 录

摘要:	1
一、瑞士信贷财报问题引发市场担忧欧元区银行体系	3
二、欧元区银行面临和美国银行业一样的问题，但负面影响的程度更大	4
三、欧元区金融环境还受到其他三重因素挤压	5
四、欧央行将先于美联储转向以对冲金融压力	8
免责声明	13

图目录

图表 1: 瑞士信贷 CDS 价格飙涨	3
图表 2: 美、欧银行股下跌	4
图表 3: 欧、美均发生收益率上行和收益率曲线倒挂	4
图表 4: 银行体系占欧元区金融体系的比例更大	5
图表 5: 欧元区金融条件指数紧张程度为欧债危机以来最高	6
图表 6: 高估的欧元汇率推升欧元区金融压力	6
图表 7: 无论是横向还是纵向对比，目前欧元区银行体系杠杆水平不及美国银行体系健康	7
图表 8: 无论是横向还是纵向对比，目前欧元区银行体系杠杆水平不及美国银行体系健康	8
图表 9: 非能源工业产品价格和核心服务价格推升欧元区核心通胀	9
图表 10: 真正能影响欧元区非能源工业产品价格趋势的是美联储而非欧央行	10
图表 11: 美元指数往往和新兴市场金融压力指数正相关，和供应链压力指数负相关	11
图表 12: 通胀下行会造成欧元区整体金融环境被动收紧	11
图表 13: 未进入金融周期上行期，政策利率难以趋势抬升并维持高利率	12

一、瑞士信贷财报问题引发市场担忧欧元区银行体系

周二，瑞信在披露的年报中称其 2022 年和 2021 年财报程序存在“重大缺陷”（material weaknesses），主要与风险评估流程等内部控制缺陷有关。审计机构普华永道对瑞信内控的有效性出具“否定意见”（adverse opinion）。

周三，瑞信最大的股东沙特国家银行董事长表示，由于监管限制，未考虑增加对该银行的投资。

瑞士信贷是仅次于瑞银集团的瑞士第二大银行，到 2022 年底，它的资产约为 5800 亿美元，是上周倒闭的硅谷银行规模的两倍以上。

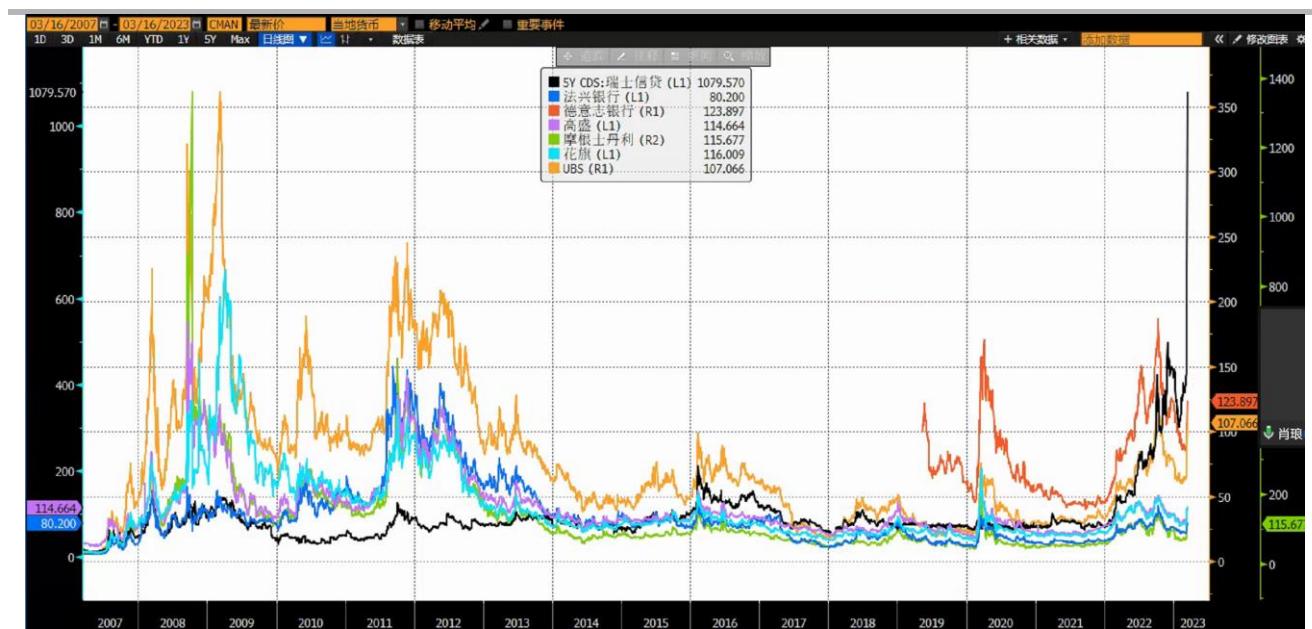
瑞士信贷大约 70% 的资产负债表在国外。在瑞士境内，截至 2021 年底，它占瑞士国内贷款的 13% 和国内存款的 14%。

受上述事件的冲击影响，瑞士信贷 5Yr CDS 冲高至 1080，并带动其他欧元区大型商业银行 CDS 价格走高，欧元区斯托克银行股指下跌 18%。

周三，瑞士央行和瑞士监管机构 Finma 发布联合声明，宣称“没有迹象表明由于当前美国银行市场的动荡，瑞士的金融机构面临直接蔓延的风险”。

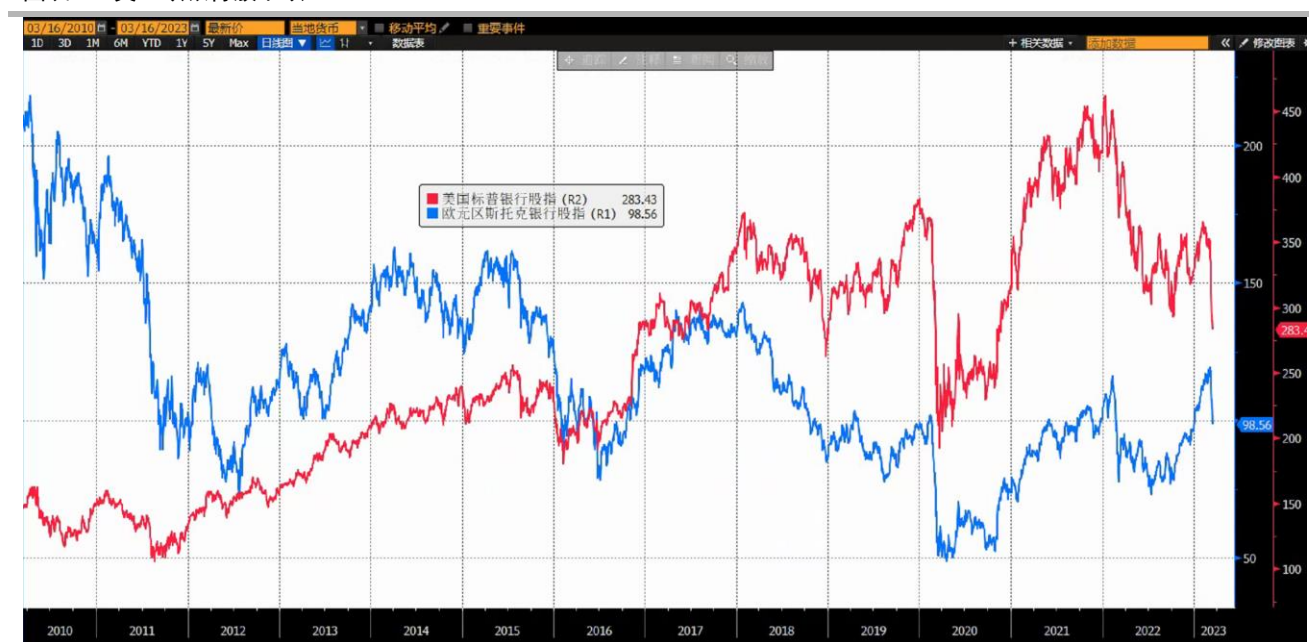
此外，瑞士央行已表示向瑞银提供流动性支持。

图表1：瑞士信贷 CDS 价格飙涨



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表2：美、欧银行股下跌



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

二、欧元区银行面临和美国银行业一样的问题，但负面影响的程度更大

上周 SVB 宣布破产后，市场开始担忧收益率曲线整体上行和曲线倒挂将影响美国银行业金融稳定，并押注美联储在今年转为降息。

图表3：欧、美均发生收益率上行和收益率曲线倒挂



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

同样，欧元区银行业也面临收益率上升造成估值损益、收益率曲线倒挂施压净息差的负面影响，但由于银行业占欧元区金融体系的比例更大，受到的负面影响程度也更大。

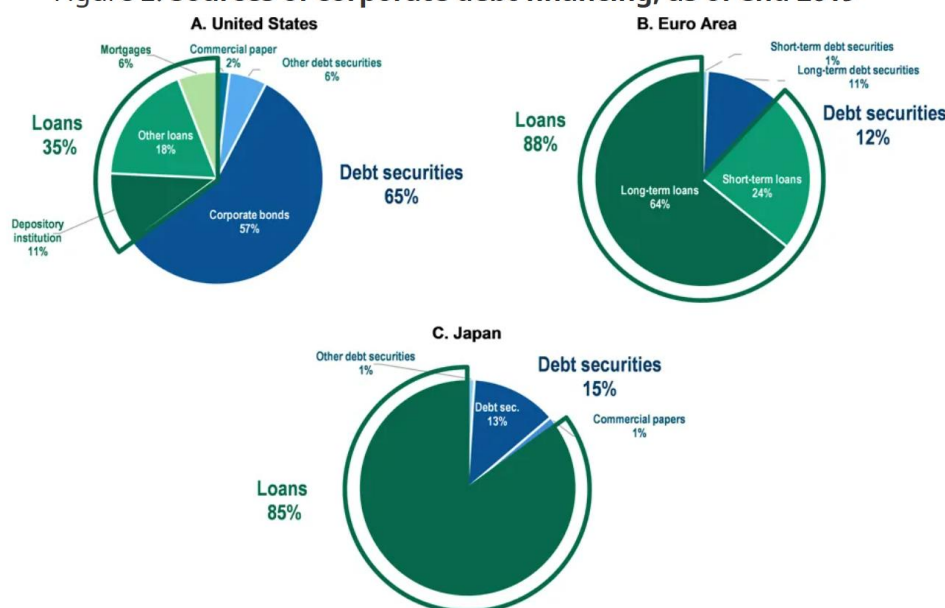
以非金融公司融资结构为例，截至 2019 年，贷款占非金融公司债务的比例在欧元区为 88%，在美国这一比例仅为 35%。

在非金融公司的全部资金来源中，贷款占比在欧元区为 26%，在美国这一比例仅为 10%。

因此，如果顺着“收益率上行、收益率曲线倒挂 → 债券资产估值亏损、银行净息差收窄 → 盈利能力下降、金融机构收紧信贷标准 → 信贷紧缩”这一链条外推，欧元区的金融系统和信贷环境更加脆弱。

图表4： 银行体系占欧元区金融体系的比例更大

Figure 2. Sources of corporate debt financing, as of end 2019



Source: Based on national financial accounts data released by the ECB Statistical Data Warehouse, the Bank of Japan and the US Federal Reserve.

资料来源：OECD 中信期货研究所

三、欧元区金融环境还受到其他三重因素挤压

除上述金融体系结构带来的负面影响外，欧元区金融环境还受到欧元高估抬升金融压力、银行体系杠杆水平偏高、居民部门信用偿付能力偏弱的三重挤压。

以高盛金融条件指数表征金融压力，目前欧元区金融压力为欧债危机以来最高，远高于疫情爆发初期；美国金融压力远低于疫情爆发初期和去年 10 月份水平。欧元区金融压力过高的背后是居高不下的欧元汇率。

高盛欧元区金融条件指数目前为 101.37，疫情爆发初期为 101.12，欧债危机期间高点在 102.13。

高盛美国金融条件指数目前为 100.13，疫情爆发初期为 101.69，去年 10 月份高点为 100.96。

图表5：欧元区金融条件指数紧张程度为欧债危机以来最高



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

欧元区金融压力过高的背后是居高不下的欧元汇率：目前欧元贸易加权有效汇率为 120，是 2022 年以来最高。

图表6：高估的欧元汇率推升欧元区金融压力



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

以美国标普银行股指/欧元区斯托克银行股指的总债务/股东权益表征美、欧银行体系杠杆水平，2014 年以来美国银行体系杠杆水平保持稳定；欧元区银行体系杠杆在 2017 年触底，疫情爆发后进一步抬升。无论是横向还是纵向对比，目前欧元区银行体系杠杆水平不及美国银行体系健康。

图表7：无论是横向还是纵向对比，目前欧元区银行体系杠杆水平不及美国银行体系健康



资料来源：OECD 中信期货研究所

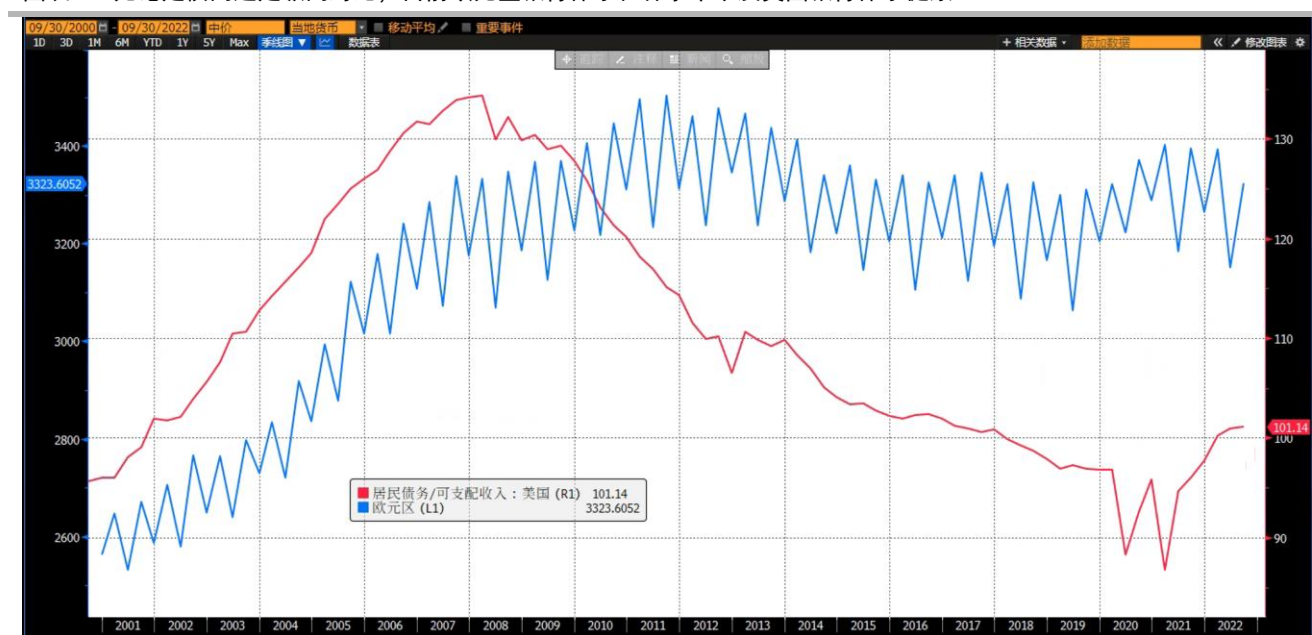
以居民债务/可支配收入表征居民杠杆水平和其对应的信用风险暴露，金融危机后美国居民杠杆水平不断走低，信用风险持续收敛；欧元区居民杠杆水平在 2011 - 2016 短暂走低后，居民的信用修复陷入停滞，疫情后由于欧元区内部缺少有效的财政刺激和转移支付，欧元区居民杠杆水平快速抬升，信用风险恶化。

2008 年 - 2019 年，美国居民债务/可支配收入由 134%降至 96.8%；疫情后由于美国政府大规模的财政刺激，该比例进一步降至 2021Q1 的 86.8%。

2011 年 - 2016 年，欧元区居民债务/可支配收入由 85%降至 83%，随后陷入停滞；疫情后，由于欧元区财政刺激力度不足，该比例进一步升至 84%。

也即，疫情前，欧元区居民并没有实现像美国居民那样的去杠杆，疫情后欧元区居民杠杆进一步恶化，其资产负债表和信用风险对信贷环境收紧更加敏感。

图表8：无论是横向还是纵向对比，目前欧元区银行体系杠杆水平不及美国银行体系健康



资料来源：OECD 中信期货研究所

从金融条件、银行体系杠杆、居民信用风险三个方面综合来看，欧元区抵御信贷收紧、金融压力抬升的能力远不及美国。

四、欧央行将先于美联储转向以对冲金融压力

美国实际政策利率上升、油价下跌将带动欧元区通胀快速回落，通胀下行造成欧元区金融环境进一步被动收紧，欧央行将先于美联储转向以对冲金融压力。

观测欧元区核心通胀构成，其上行驱动因素一是以服装、家具和家用设备为代表的非能源工业产品价格；二是以餐饮住宿和个人护理服务为代表的核心服务价格。

非能源工业产品价格同比增速由 2022 年 11 月的 6.1% 抬升至 2023 年 2 月的 6.8%。其中：

服装与鞋袜价格同比增速由 2022 年 11 月的 3.4% 抬升至 2023 年 1 月的 4.9%；

家具和家用设备价格同比增速由 2022 年 11 月的 8.6% 抬升至 2023 年 1 月的 9.1%。

核心服务价格同比增速由 2022 年 11 月的 4.2% 抬升至 2023 年 2 月的 4.8%。其中：

餐饮服务价格同比增速由 2022 年 11 月的 7.6% 抬升至 2023 年 2 月的 8.1%；

个人护理服务价格由 2022 年 11 月的 6.8% 抬升至 2023 年 2 月的 8.0%。

图表9：非能源工业产品价格和核心服务价格推升欧元区核心通胀



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

历史经验来看，真正能影响欧元区非能源工业产品价格趋势的是美联储而非欧央行：这是美元作为全球贸易主要计价货币、全球金融体系主要融资货币的必然结果。美联储二次紧缩、再度快速拉升实际政策利率，将更高效抑制欧元区商品通胀。

观测欧元区非能源工业产品价格同比增速与美联储实际政策利率/欧央行实际政策利率的经验关系，真正能影响欧元区非能源工业产品价格趋势的是美联储而非欧央行：

2011 年，美联储实际政策利率下降 80bp，欧央行实际政策利率上行 50bp，欧元区非能源工业产品价格同比增速抬升 1.2%；

2012 - 2014 年，美联储实际政策利率抬升 70bp，欧央行实际政策利率基本不变，欧元区非能源工业产品价格同比增速下降 1.5%；

2020 - 2021 年，美联储实际政策利率下降 472bp，欧央行实际政策利率上行 43bp，欧元区非能源工业产品价格同比增速抬升 2.87%。

图表10：真正能影响欧元区非能源工业产品价格趋势的是美联储而非欧央行

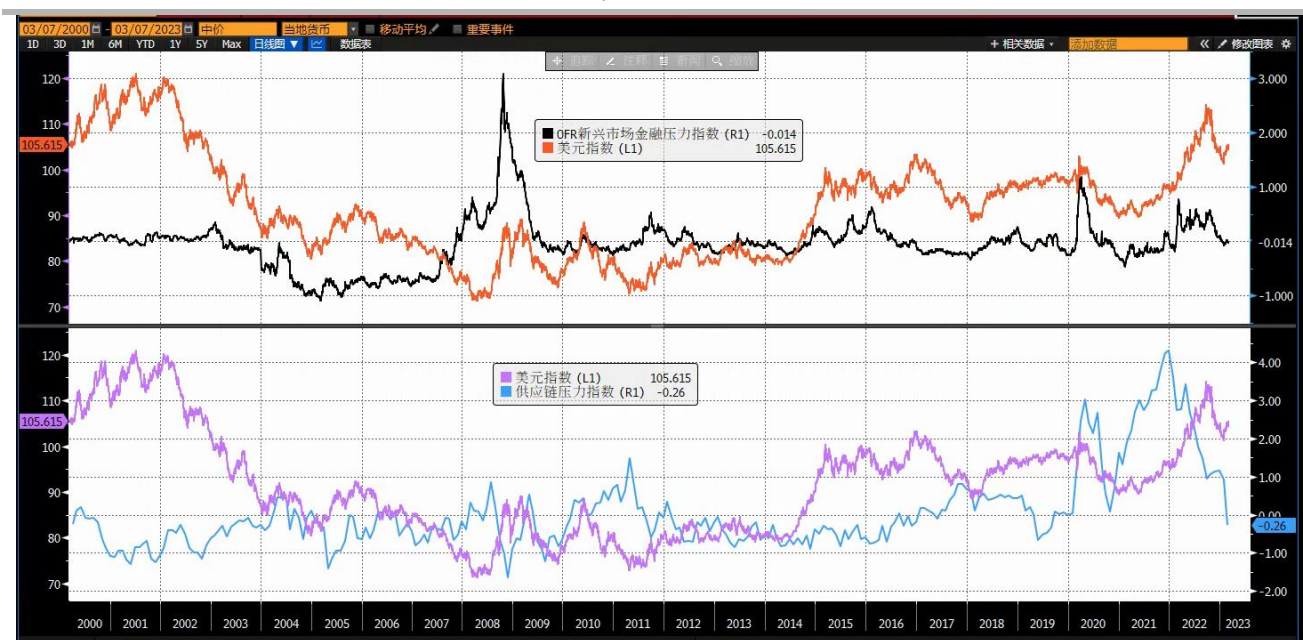


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

因此，即便对于非能源工业商品价格，欧央行的货币政策效力依旧十分受限，这几乎是美元作为全球贸易主要计价货币和全球金融体系主要融资货币的一种必然结果，纽约联储的一篇文章“The Dollar’s Imperial Circle”对这背后的传导机制有过详细的论述：

“美联储加息 → 美元升值 → 贸易品价格变得昂贵（大部门贸易品用美元标价） + 全球金融环境紧缩（美元是全球主要融资货币） → 全球制造活动收缩 → 可贸易商品价格降低 → 美国受全球贸易环境的影响更小 → 美元进一步升值”，并重复上述循环。

图表11：美元指数往往和新兴市场金融压力指数正相关，和供应链压力指数负相关



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

通胀下行会造成欧元区整体金融环境被动收紧，欧元区尚未进入到流畅的金融周期上行阶段，难以趋势性加息并维持高利率，欧央行可能需要重新放松货币政策进行对冲。

图表12：通胀下行会造成欧元区整体金融环境被动收紧



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表13：未进入金融周期上行期，政策利率难以趋势抬升并维持高利率



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

综上，瑞士信贷所表征的欧元区银行业问题对欧央行货币政策的影响，与硅谷银行事件所表征的美国银行业问题对美联储货币政策的影响，有本质上的不同。这背后是金融体系结构差异、金融环境压力、银行体系杠杆、私人部门信用风险暴露的综合结果，造成欧央行和美联储需用不同思路应对同类事件。

欧央行需要考虑的是在欧元高估抬升金融压力、银行体系杠杆水平偏高、居民部门信用偿付能力偏弱的三重挤压下，如何放松货币政策以对冲通胀下行后的金融条件被动收紧。

美联储需考虑的是，如何快速拉升实际政策利率，进而持续压低商品通胀水平、推高实际薪资增速，以实现一方面有效遏制通胀、另一方面避免经济衰退的目标。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826