

光期宏观：瑞信危机如何扰动市场？

摘要：

光大期货研究所

受硅谷银行倒闭波及，叠加财报暴露“重大缺陷”，瑞信股价大幅下挫，稍有缓和的市场恐慌情绪再度蔓延。

报告撰写人：朱金涛

从业资格号：F3060829

交易咨询号：Z0015271

2022 年瑞信财报的巨大亏损以及亏损背后的风险控制和流动性管理缺失，是瑞信爆发信誉危机的直接原因。但从 2022 年财报来看，瑞信净稳定资金比率，CET1 核心资本充足率以及杠杆率均维持安全水平。

报告撰写人：赵复初

从业资格号：F03107639

无论是硅谷银行倒闭，还是后续的瑞信危机，主要原因在于自身经营层面出现的问题，引发全市场系统性风险的可能性较低。当前 LIBOR-3M 美债利差在 20BP 左右，显示当前并未出现流动性危机。

2023/03/16

一些列银行风险事件导致短期市场对于欧美央行加息预期大幅放缓，但我们认为美联储抗击通胀仍是首要任务，预计 3 月份仍将继续加息。

期市有风险

入市需谨慎

从 CDS 报价来看，3 月 8 日起美国四大银行 CDS 报价仍在不断上涨中，表明市场恐慌情绪尚未消退，后续中小银行仍将面临考验。

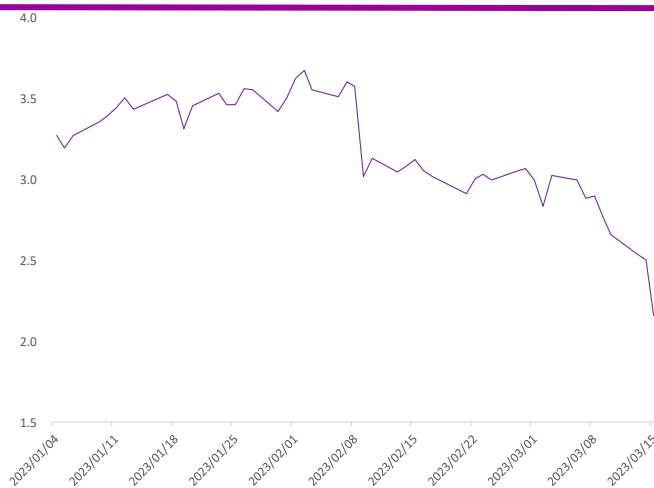
一、财报存“重大缺陷”，瑞信危机再起

继上周美国硅谷银行快速倒闭之后，瑞士信贷（Credit Suisse）爆出财报危机，稍有缓和的市场恐慌情绪再度蔓延。

3月8日瑞信接到美国证券交易委员会 SEC 询问，对该行 2019 财年和 2020 财年的现金流量表的修订及相关控制提出评论和问题，导致原定于 3 月 9 日发布的年度报告推迟。3 月 14 日该行年度报告发布，称在 2022 财年和 2021 财年的报告程序中发现“重大缺陷”，事关未能在财务报表中设计和维持有效的风险评估，并正在采取补救措施。就本集团对截至 2022 年 12 月 31 日财务报告程序的内部控制的有效性，普华永道发表了否定意见。

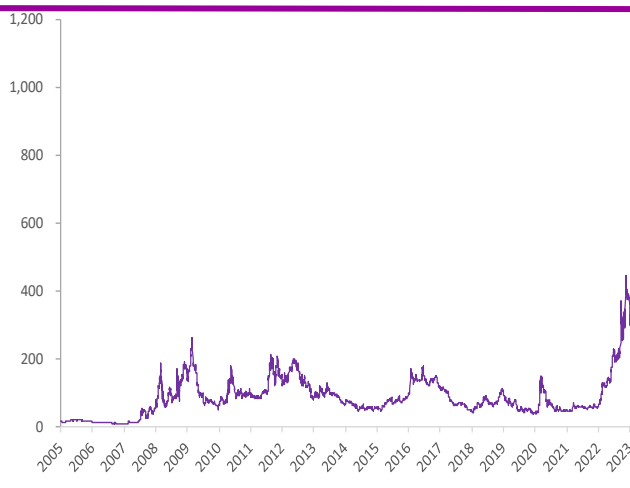
雪上加霜的是，3 月 15 日最大股东沙特国家银行董事长 Ammar Al Khudairy 接受采访时被问及若瑞信再次要求增加流动性，该沙特银行是否愿意进一步注入资金时，他表示：“答案是绝对不会，除了监管和法令这些最简单的原因之外，还有许多理由”。

图表 1：瑞士信贷股价（单位：美元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 2：瑞士信贷 CDS



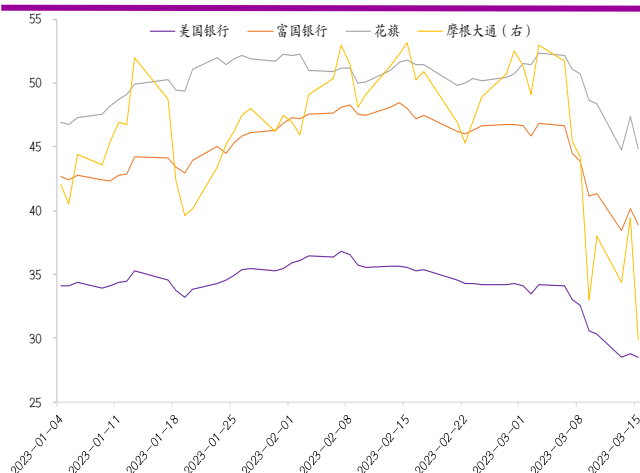
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

财报存在重大缺陷，同时最大股东宣称不再投资，瑞士信贷股价在 3 月 15 日开盘下挫近 30%，截止收盘跌幅 14%，3 月 8 日硅谷银行事件以来瑞信累计下跌 25%。

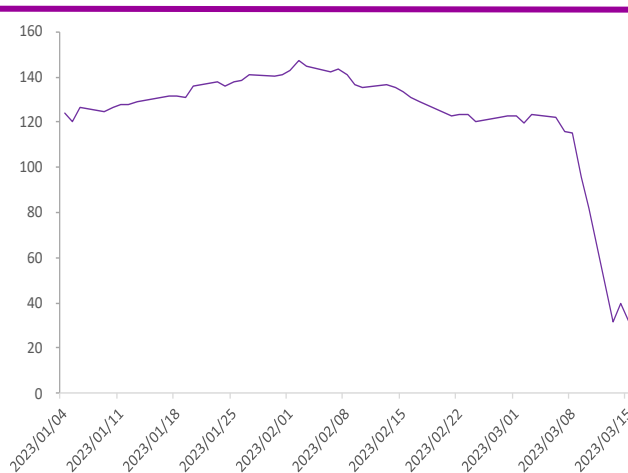
从信用违约互换 (CDS) 的走势来看, 瑞信五年期 CDS 报价飙升至 975 点, 硅谷银行事件之前报价在 350 点左右。当前法国巴黎银行已经宣布不再接受接管瑞信银行 CDS 的请求。CDS 飙升反映出投资者对瑞信的信任危机, 表明投资者正处于极度恐慌之中。

面对瑞信股价暴跌, 3 月 15 日晚瑞士国家银行和瑞士金融市场监督管理局就市场不确定性发表联合声明称, 美国某些银行的问题不会对瑞士金融市场构成直接蔓延风险。瑞士信贷满足对系统重要性银行的资本和流动性要求。如有必要, 瑞士国家银行将向瑞信提供流动性支持。

3 月 16 日瑞信迅速求救, 宣布将通过担保贷款安排和短期流动性安排, 从瑞士央行借入至多 500 亿瑞士法郎(合 536.8 亿美元)。此外, 瑞信宣布将以最多约 30 亿瑞郎的现金回购高级债务证券。

图表 3: 美国四大银行股价 (单位: 美元)


资料来源: iFinD、光大期货研究所

图表 4: 第一共和银行股价 (单位: 美元)


资料来源: iFinD、光大期货研究所

在硅谷银行倒闭事件的影响下, 银行股近期遭遇剧烈动荡。3 月 14 日银行股迎来大幅反弹, 短短一个交易日之后, 瑞信股价暴跌拖累美国银行股在 3 月 15 日再度下跌。3 月 15 日收盘, 摩根大通、富国银行、美国银行、花旗集团分别下跌 4.72%、3.29%、0.94%、5.44%, 备受关注的美国第一共和银行暴跌 21.37%。

二、瑞信危机起因

受硅谷银行倒闭波及，叠加财报暴露“重大缺陷”，瑞信股价大幅下挫，2022年瑞信财报的巨大亏损以及亏损背后的风险控制和流动性管理缺失，是瑞信爆发信誉危机的直接原因。

自2009年以来，瑞信的运营重心放在了重构投资银行业务，降低资本使用，增加客户和流量业务，包括股权、机构融资、外汇、债券等。2009年瑞信的投资银行业务税前利润达68.45亿瑞郎，创历史新高，极大地推动了瑞信机构融资业务的快速增长，而机构融资业务正是2021年暴雷的Archegos在瑞信的资金来源。

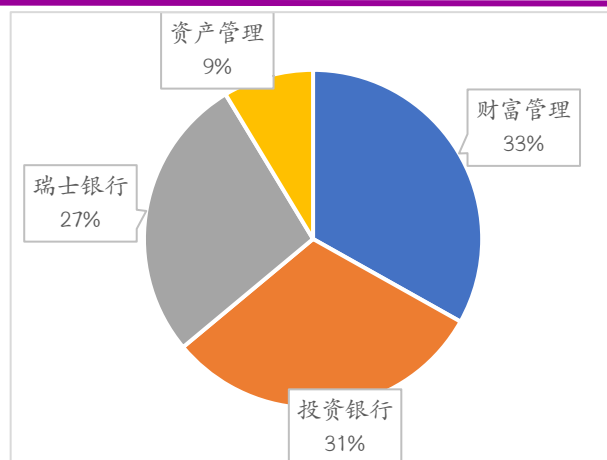
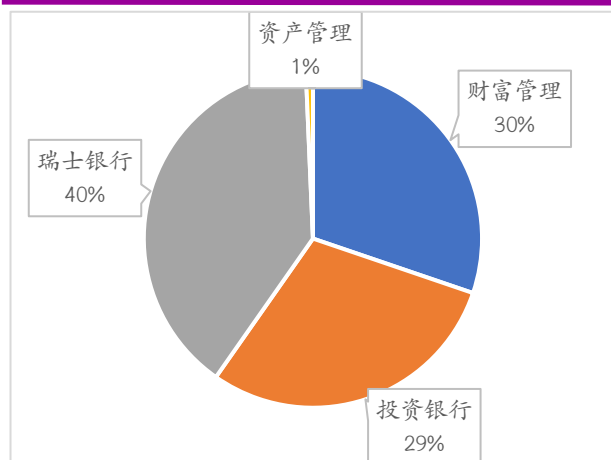
2015年，受瑞郎脱钩升值和DLJ商誉减值影响，瑞信于当年10月宣布新的战略方向，简化组织架构，力求成为领先的私人银行、财富管理服务供应商，提升投资银行服务。瑞信致力于打造全球银行、亚太、国际财富管理3个核心板块，由全球市场部门、投资银行部门提供专业支持，更好响应客户需求。

也正是受2015年战略调整影响，瑞信地区部门权力扩大，投行业务发展较快，风控也相对分散化，因此当2021年对冲基金资本管理公司Archegos爆仓以及供应链融资公司Greensill的破产事件发生时，瑞信未能及时发现与处理危机，从而产生了巨额亏损，以及导致了后续的信誉危机。

从2022年开始，瑞信进一步简化业务架构，核心业务被整合为包括5个板块：财富管理、投资银行、传统银行、资产管理和业务中心。并且在2022年第四季度，提出了针对投资银行部门的重组计划，但从目前的来看收效甚微。2022年，瑞信的税前净利润收入依然大幅下滑，总额为负的32.58亿瑞郎，同比下降443%，税后利润为-73.06亿瑞郎，同比下降350%。

投资银行、财富管理在瑞信业务中的占比很高，净营收占比分别为30.88%和33.19%，合计达64.07%，而其瑞士银行业务占比约为27.43%。如从总资产维度看，结论基本一致，投资银行、财富管理总资产占比分别为29.51%和30.22%，瑞士银行约为39.59%。

图表 5：瑞信各部门资产规模占比（单位：%） 图表 6：瑞信各部门营收规模占比（单位：%）



资料来源：瑞信年报、光大期货研究所

资料来源：瑞信年报、光大期货研究所

瑞信 2022 年的巨大亏损主要来源于投行、业务中心、财富管理板块。其中，税前收入财富管理为-6.31 亿，投资银行-31.16 亿，业务中心-12.02 亿。财富管理部门和业务中心的亏损主要受公司债券价值下跌、贷款发行放缓、交易收入下降影响。而瑞信的传统业务部门，包括瑞信银行以及资产管理部门分别盈利 16.35 亿瑞郎和 1.48 亿瑞郎，挽回了部分因投资银行业务产生的亏损。

投行部门产生巨大亏损的直接原因一是对冲基金资本管理公司 Archegos 爆仓，Archegos 与瑞信的收益互换损失，计提约 45 亿瑞郎。在爆仓事件前，Archegos 拥有的净资产约为 150 亿美元，叠加 5 至 6 倍杠杆后，总投资规模超过 1000 亿美元，其重仓股包括腾讯音乐、百度等一系列中概股。可是随着中国整治教培市场，中概股退市危机以及电子烟禁售风波接连重创比尔的持股，股价下跌，多家投行对 Archegos 发出了追加保证金通知，但其因自身资金有限难以补足，Bill-Hwang 曾于 3 月 25 日召集了高盛、摩根士丹利、富国银行、瑞银、瑞信以及野村证券等六家投行开会，希望各家投行能够有序处置持仓，但最终未能达成一致意见。2022 年 3 月 26 日高盛抛售之后，多家投行开始竞相抛售 Archegos 持有的相关股票，引发 Archegos 爆仓。相比高盛等债权人，瑞信在清算头寸方面反应迟钝，因此背上了 45 亿瑞郎巨额损失。

二是瑞信管理的 4 只供应链金融基金（SCFF）主要投资的供应链融资公司 Greensill 于 2021 年 3 月宣布破产，Greensill 主要是将供应链中延期打款的应收款项进行证券化，打包成为债券出售给瑞信这类机构，瑞信再将其做成投资产品出售给投资者，帮助企业获得贷款。因相关企业无力偿还贷款，瑞信的供应链金融基金终止赎回认购，投资者约损失 69 亿瑞郎，相关的投资者和解赔付在 2022 年逐步体现，2022 年 6 月，瑞信资产管理公司与 Bluestone 及股东达成协议，向基金持有人支付 3.2 亿美元，类似赔付预计将继续。

三是为了应对莫桑比克政府诉讼、Greensill 投资者相关诉讼等，瑞信计提了 4.36 亿瑞郎的诉讼准备金。另外，瑞信被爆出接受了包括寡头毒贩等在内的超过 1.8 万名罪犯客户，并为其洗钱提供了帮助，其中包括涉及贪腐丑闻的委内瑞拉官员，还有菲律宾人口买卖集团以及巴尔干贩毒集团头目和多名成员。面对多个声誉风险事件，瑞信面临严峻信用挑战，同时标普、穆迪等评级机构也相应下调了瑞信的信用评级。

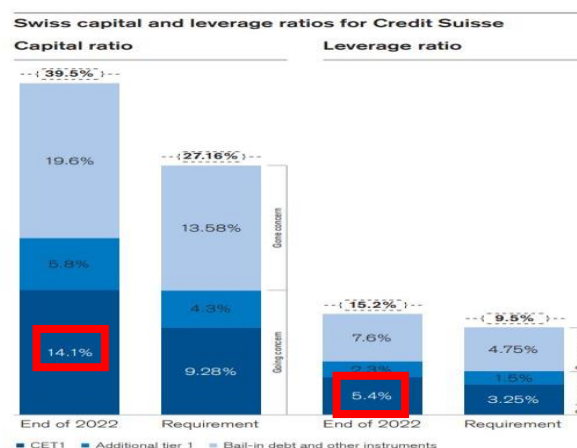
除了巨额亏损以外，截至 2022 年年底，瑞信的高质量流动资产（包括现金和现金等价物和联邦基金）下降至 1277.3 亿美元，而杠杆风险敞口约为 2290 亿美元，也就是说，现有流动资金已经无法覆盖风险敞口，这也是瑞信不断传出，已经资不抵债的原因之一。但从 2022 年财报披露的信息来看，虽然瑞信经历了存款的快速流失和流动性收紧的双重打击，但当前的净稳定资金比率，CET1 核心资本充足率以及杠杆率均维持在安全水平。

除非发生系统性的金融危机，否则在瑞士央行的表态将向瑞信提供必要流动性支持的情况下，瑞信的流动性水平一定可以处于安全线以上。

图表 7：净稳定资金比率

| Net stable funding ratio - Group | | | |
|--|---------|---------|--|
| end of | 2022 | 2021 | |
| Net stable funding ratio | | | |
| Available stable funding (CHF million) | 343,158 | 436,856 | |
| Required stable funding (CHF million) | 292,524 | 342,870 | |
| Net stable funding ratio (%) | 117 | 127 | |

图表 8：CET1 核心资本充足率



资料来源：瑞信年报、光大期货研究所

资料来源：瑞信年报、光大期货研究所

图表 9：流动性覆盖率

| Liquidity coverage ratio - Group | | | | |
|--|-------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|--|
| end of | Unweighted value ¹ | 2022 Weighted value ² | 2021 Weighted value ² | |
| High-quality liquid assets (CHF million) | | | | |
| High-quality liquid assets ³ | - | 119,954 | 227,193 | |
| Cash outflows | | | | |
| Retail deposits and deposits from small business customers | 118,506 | 13,444 | 19,555 | |
| Unsecured wholesale funding | 153,546 | 58,000 | 95,093 | |
| Secured wholesale funding | 50,915 | 9,692 | 29,344 | |
| Additional requirements | 153,272 | 33,328 | 35,640 | |
| Other contractual funding obligations | 43,945 | 43,945 | 85,492 | |
| Other contingent funding obligations | 194,227 | 2,303 | 3,663 | |
| Total cash outflows | - | 160,712 | 268,787 | |
| Cash inflows | | | | |
| Secured lending | 32,744 | 12,104 | 40,049 | |
| Inflows from fully performing exposures | 48,350 | 22,101 | 28,270 | |
| Other cash inflows | 43,305 | 43,305 | 88,312 | |
| Total cash inflows | 124,399 | 77,510 | 156,631 | |
| Liquidity coverage ratio | | | | |
| High-quality liquid assets (CHF million) | - | 119,954 | 227,193 | |
| Net cash outflows (CHF million) | - | 83,202 | 112,156 | |
| Liquidity coverage ratio (%) | - | 144 | 203 | |

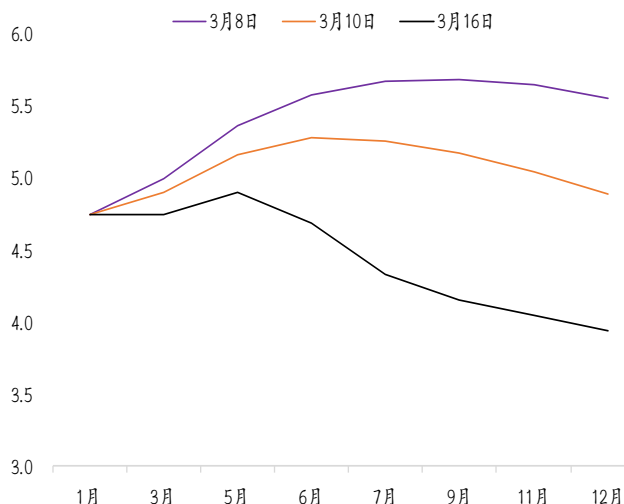
Calculated using a three-month average, which is calculated on a daily basis.
 1 Calculated as outstanding balances maturing or callable within 30 days.
 2 Calculated after the application of haircuts for high-quality liquid assets or inflow and outflow rates.
 3 Consists of cash and eligible securities as prescribed by FINMA and reflects a post-cancellation view.

资料来源：瑞信年报、光大期货研究所

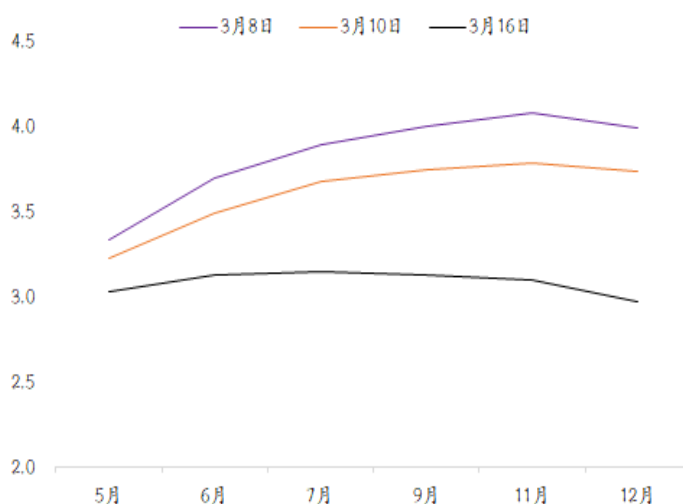
三、瑞信危机影响整体可控，但银行业冲击尚未解除

1、金融市场动荡扰乱美欧央行加息节奏

图表 10：美联储加息预期（单位：%）



图表 11：欧央行加息预期（单位：%）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

3月8日硅谷银行事件以来，市场对于美联储及欧央行的加息预期迅速降温。当前市场的恐慌情绪因为瑞信危机再度加剧，市场对美欧未来加息预期变动剧烈。

有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报知名记者 Nick Timirao 3月15日最新撰文称，银行倒闭和市场动荡加剧了美联储暂停加息的押注。由于过去一周美国两家地区性银行倒闭引发更广泛的金融动荡，更多投资者预计，美联储的加息周期可能结束。

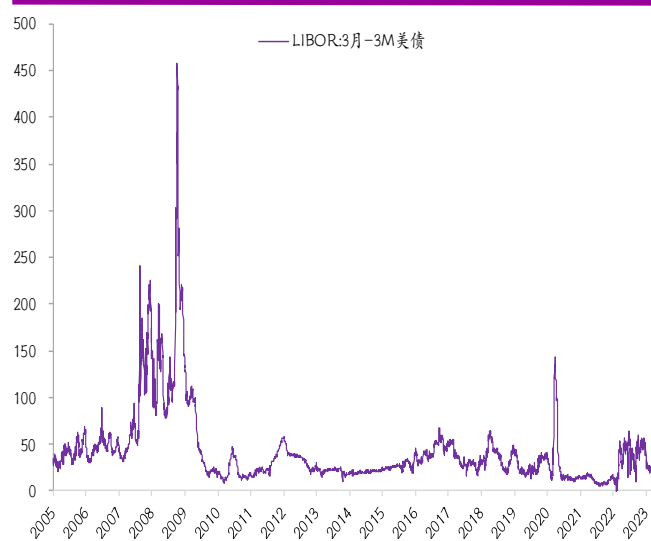
根据利率期货数据显示，美联储3月加息25BP概率为77%，停止加息的概率为33%，而在3月8日加息50BP的概率高达70%。6月份美联储会进入降息节奏，至年底联邦基金利率目标区间降至3.75%-4%，即隐含2023年降息100BP的预期。与此同时，欧央行加息概率同样大幅降温。

但是，我们认为无论是硅谷银行倒闭，还是后续的瑞信危机，主要原因在于自身经营层面出现的问题，引发全市场系统性危机的可能性较低。一旦美联储放松货币政策，短期内缓解金

融风险的同时，必然导致美联储遏制通胀的信号遭到严重质疑，进而引发目前依旧居高不下的通胀更加难以解决，因此美联储3月继续加息的概率仍是大概率事件，抗击通胀仍是美联储首要工作。鉴于欧央行此前已经表态3月份加息50BP，欧央行加息的步伐同样不会停止。3月16日晚间，欧央行在银行业压力下如期再度加息50BP，表明欧洲央行抗击通胀的决心仍然坚定。

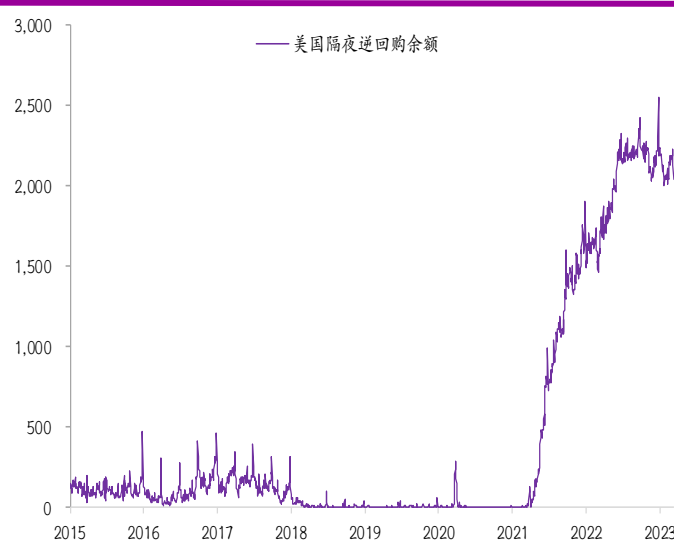
2、流动性风险整体可控

图表 12：TED 利差（单位：BP）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 13：美联储隔夜逆回购余额（单位：10 亿美元）

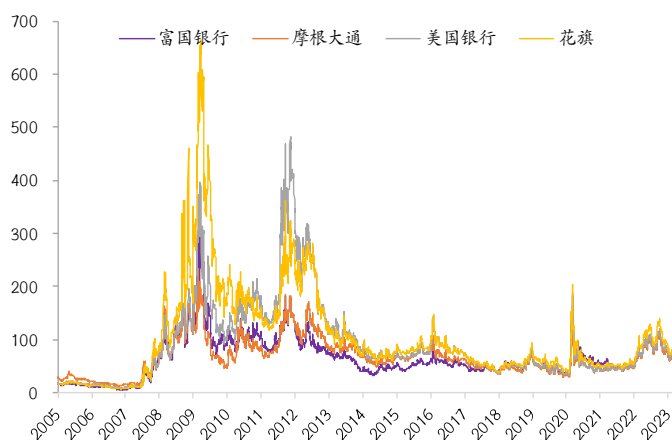


资料来源：iFinD、光大期货研究所

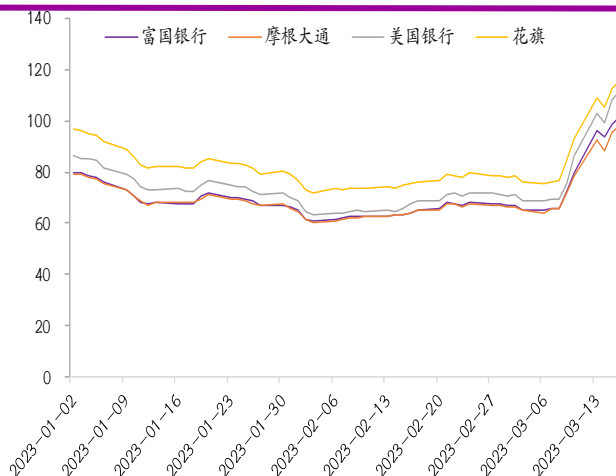
TED 利差能够很好的衡量国际金融市场风险指标，能够看到当前 LIBOR-3M 美债利差在 20BP 左右，并未出现大幅扩大现象，与 2008 年金融危机期间区别较大。此外，美联储隔夜逆回购余额维持高位，显示当前美国金融体系流动性充裕。

3、中小银行冲击仍未结束

在硅谷银行、银门银行（Silvergate Capital）和签名银行（Signature Bank）等三家中小银行接连倒闭的情况下，美联储积极出台干预措施提振中小银行的信心，同时美国总统拜登就银行系统发表讲话，表示联邦存款保险公司已经控制了签名银行与硅谷银行的资产，纳税人不会承担任何损失，资金将来自保险基金费用，将要求国会和监管机构加强银行规则。

图表 14：美国四大银行 CDS 回升


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 15：美国四大银行 CDS 报价有所回升


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

目前从 CDS 报价来看，3 月 8 日起美国四大银行 CDS 报价仍在不断上涨中，表明市场恐慌情绪尚未消退。后续中小银行仍将面临考验，首当其冲的是美国第一共和银行。3 月 15 日，美国第一共和银行的信用评级被标普和惠誉下调至垃圾级。此前该行已被曝出存在存款取不出、取款慢的问题，外界怀疑其将步上硅谷银行与签名银行的后尘。彭博消息显示第一共和银行正在考虑包括出售在内的各种选项，该银行也在评估增加流动性的选项。

四、总结

受硅谷银行倒闭波及，叠加财报暴露“重大缺陷”，瑞信股价大幅下挫，稍有缓和的市场恐慌情绪再度蔓延。

无论是硅谷银行倒闭，还是后续的瑞信危机，主要原因在于自身经营层面出现的问题，引发全市场系统性风险的可能性较低。当前 LIBOR-3M 美债利差在 20BP 左右，显示当前并未出现流动性危机。

一些列银行风险事件导致短期市场对于欧美央行加息预期大幅放缓，但我们认为美联储抗击通胀仍是首要任务，预计 3 月份仍将继续加息。从 CDS 报价来看，3 月 8 日起美国四大银行 CDS 报价仍在不断上涨中，表明市场恐慌情绪尚未消退，后续中小银行仍将面临考验。

研究员简介:

朱金涛，现任光大期货研究所国债分析师，吉林大学经济学硕士。从业资格号：F3060829；交易咨询号：Z0015271。

赵复初，现任光大期货研究所宏观分析师，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士。从业资格号 F03107639。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。