

矽谷銀行破產並未引發系統性風險， 惟須留意脆弱領域



Monica DEFEND
鋒裕匯理研究所主席



Vincent MORTIER
集團投資總監



Matteo GERMANO
集團投資副總監

- **矽谷銀行 (SVB) 破產**，美國地區性銀行備感壓力：SVB 乃是繼 Signature Bank 與 Silvergate Bank 之後，第三家破產的銀行，也是 2008 年金融危機以來，規模最大 (全美排名第 16 大) 的銀行倒閉案例。倒閉的主因則是資產與負債失衡，這可以追溯到去年在殖利率走揚期間出售價格下跌的優質債券，相關虧損的認列導致問題。
- **聯準會干預**：聯準會為支持流動性而進場干預，推出銀行定期融資方案，由貸放機構以美國國庫券、機構債券及不動產抵押證券等優質證券作為抵押，俾以換取官方貸款救助 (最多為期 1 年)，上述資產將按面值估價；接下來固然還需要等上一段時間，才能完全重建金融體系的公信力，聯準會的聲明仍然是朝此方向前進的關鍵一步。
- **市場反應**：債市大幅震盪，2 年期殖利率的變化尤其劇烈，創下了 1982 年以來最大單日跌幅。股市亦浮現賣壓，特別是金融股，包括了歐洲在內，我們認為歐洲的賣超主要是投資人針對年初以來的出色績效予以獲利了結。
- **我們為什麼認為系統性風險並不存在**：SVB 破產固然對於市場造成負面衝擊，但性質上屬於特殊事件，而非系統性問題。相較於當年的雷曼兄弟危機，SVB 並無沉重槓桿問題，衍生性商品的曝險亦屬有限，不致引發重大全球連動關係。儘管如此，本次事件仍然凸顯，升息的滯後效應確實有必要予以審慎評估，尤其是不具備系統性重大地位的金融機構以及其他非銀行業金融業者，所受管控並不嚴格，尤應予以慎防。
- **對於銀行業的看法**：自全球金融危機以來，具備重大系統性地位的大型銀行資本充足，並接受高度監管；整體而言，我們偏好大型銀行多於小型銀行。尤其是在歐洲，銀行業的狀態遠優於前次爆發危機期間，目前並無風險可言，完全不同於美國境內地區性銀行產業的當前狀況，此外歐洲同業的存續期風險管理更為妥善，監管規定也更嚴謹。本次事件對於銀行業的影響可能與其盈餘走勢較為相關，這也是我們眼下關注的焦點。整體而言，本次事件愈加凸顯了慎選標的以及有效區分銀行體質優劣，實屬不可或缺。
- **央行政策可能受到哪些影響**：我們認為聯準會將繼續致力於抑制通膨，但也必須評估當前危機的衝擊及潛在外溢效應，畢竟總經情境仍然脆弱，考量到貨幣政策對於經濟的影響較為延遲，整體評估恐怕並非易事。為了妥善處置 SVB 案引發的金融緊縮，可能促使聯準會降低政策強度，有別於僅僅一週前各界預測的情況，此外歐洲央行亦可能因此重新評估自身政策路徑。不過，市場波動相當激烈，我們認為，**目前這個時機不宜與聯準會對作**，因為通膨仍是值得觀察的關鍵因素。
- **整體投資立場**：整體而言，我們保持審慎看法，殖利率曲線的反轉意味著未來可能會有少許的裂痕開始浮現。我們仍然審慎看待股票與非投資等級信用債，並採取區域多元分散策略，包括在比較遠離近期風波的中國股市建立部位。

矽谷銀行出了什麼事？

矽谷銀行 (SVB) 係專門服務矽谷當地新創企業的商業銀行，日前遭到主管機關勒令關閉。

該行以批發融資為主，放款對象高度集中於科技產業，因此相較於大型行庫，其資本要求與法規監管相對寬鬆，以上因素的綜合引發了本次倒閉事件。早期徵兆顯示，**導致銀行真正破產的原因乃是資產與債務失衡，並不是標的資產價格錯估引發了問題。**

具體言之：

- 該銀行係於 3 月 8 日宣布計劃募資 22.5 億美元，據此因應存款外流現象，以及去年在殖利率走揚期間出售走跌優質債券的虧損填補需求。
- 存款外流主要反映了該行獨特的客戶基礎，也就是創投 (VC) 基金與仰賴創投金援的新創公司。根據過往經驗，存款餘額的現金消耗率應與額外的創投 (VC) 資金相抵，然而在當前環境下，創投資金早已枯竭，這就導致了銀行的新創企業客戶越來越依賴以現有存款度日。
- 由於有部分創投公司建議企業將存放於 SVB 的資金轉入其他銀行，致使情況進一步惡化，存款戶爭相要求取回存款，引發典型的銀行擠兌現象。狀況也促使投資人接連拋售 SVB 股份，綜合起來的效應導致銀行遭遇資金困難。

主管機關如何應對？

3 月 10 日上午，加州金融保護暨創新處下令關閉該行，交由美國聯邦存款保險公司 (FDIC) 接管，其後聯準會也宣布推出銀行定期融資計畫，設法解決流動性問題。

「接下來將以新銀行定期融資方案 (BTFP) 提供額外資金，銀行、儲蓄機構、儲蓄互助社及其他符合資格的存款機構，但凡以美國國庫券、機構債券、不動產抵押證券及其他適用資產做為抵押，皆可獲得最多 1 年的貸款，上述資產將按面值估價。BTFP 將為優質證券提供額外的流動性來源，減少機構必須在承壓時期快速出脫此類證券的需求。」

主管機關應變得宜，理應穩定市場我們也開始聽聞進一步加強監管的呼籲。

您對於金融體系有何看法？在您看來，這是不是系統性的問題？

我們認為，這次的危機有別於雷曼兄弟事件，**不算是系統性的事件**。雷曼兄弟事件乃是信用問題 (風險偏高的 MBS 持有部位嚴重貶損)；不過，**SVB 面臨的則是資產與負債失衡問題**，並持有優質投資資產，包括政府債券與機構 MBS，虧損程度遠較雷曼兄弟來得輕微。更重要的是，雷曼兄弟採高倍數槓桿操作，透過廣泛的衍生性商品交易網絡，與金融體系緊密相連。

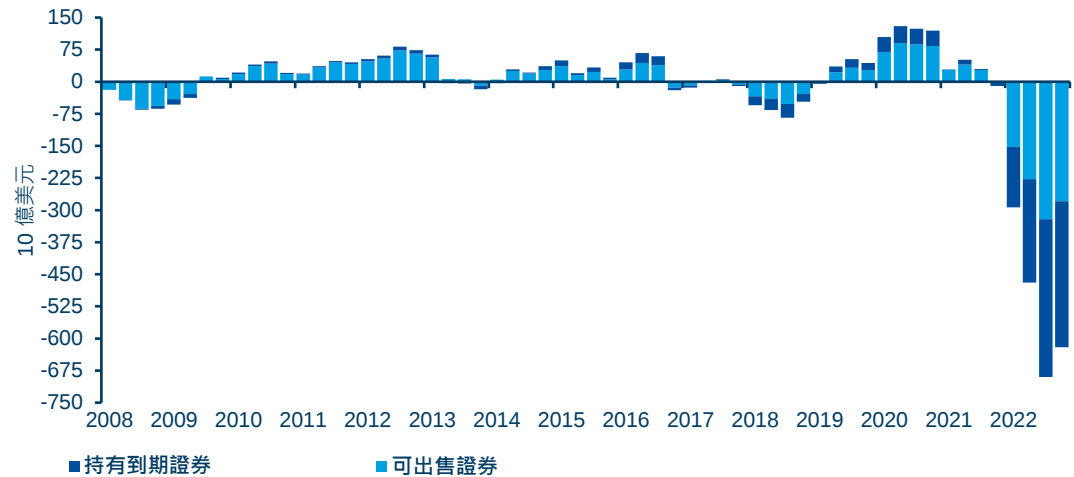
SVB (以及其他銀行) 的槓桿程度明顯較低，亦不存在龐大的衍生性商品曝險，與金融體系的相互連結程度同樣比較低。

因此，本次事件應屬特殊事件，我們亦未發現任何其他具備系統性影響力的大型銀行陷入類似困境。大體而言，我們認為，關鍵的系統性大型銀行體質遠優於 2008 年當時的情形，無須擔憂其償債能力與吸收衝擊的能耐。

不過，對於規模較小的銀行，還是有某些風險需要注意。例如，小型銀行須遵守的資本規定較為寬鬆，未必足以防範發生類似情況。**低度系統重要性的金融機構及其他非銀行業金融機構，尤其需要我們今後密切關注**。原因在於我們發現到，政策利率升高對於這類機構的資產負債表以及資金獲取能力產生了滯後性的影響，以致失衡現象隨處可見；根據 FDIC 統計，美國銀行潛在虧損約達 6,200 億美元 (請參見下圖)，反映的也是同樣的隱憂。

「SVB 破產雖然屬於負面市場事件，對於原本就充滿變數的整體環境更是雪上加霜，但我們並不認為這樣就會引發系統性風險，只是未來的金融體系有可能繼續浮現裂痕。」

投資證券未實現利得 (損失)



資料來源：FDIC。附註：僅限 FDIC 承保機構財務報告。

「我們嚴格慎選銀行標的，並審慎看待中型金融股。」

對於銀行產業，您的看法如何？

整體而言，我們樂觀看待美國銀行業，不過對於中型金融股則採謹慎立場，更看好的是，具備可靠估值支撐、存款基礎分散的幾家銀行，同時避開涉及信用風險的銀行，理由是它們的衰退影響曝險更可觀。同樣地，信用債方面，我們仍然偏好具備系統性重要地位的美國銀行與非美國銀行，並且累積穩固資本與流動性、有效改善資金狀況、在全球金融危機過後減債有成者。這類銀行受到了嚴格資本與流動性規定的高度約束，存款集中程度較低，營運模式的多元度更是遠勝小型的地區性銀行。

我們固然預期短期內的波動將會升高，不過 SVB 事件最終可能對於大型銀行帶來正面影響，這分為三大層面：

- SVB 的客戶或小型銀行的客戶，可能將存款移往規模更大、更成熟可靠的其他機構。
- 產業放款標準可能進一步緊縮，進而抑制經濟成長、降低通膨，減少聯準會繼續調升利率的必要性。因此，隨著利率趨於平穩，促使客戶將存款轉入非投資等級資產的誘因減少。
- 對於金融體系的擔憂，形成規避風險的環境氛圍，可能促成投資人將股票轉換為現金，進而增加產業整體存款。

「歐洲賣壓主要基於獲利了結，我們仍然看好歐元區銀行優於美國銀行。」

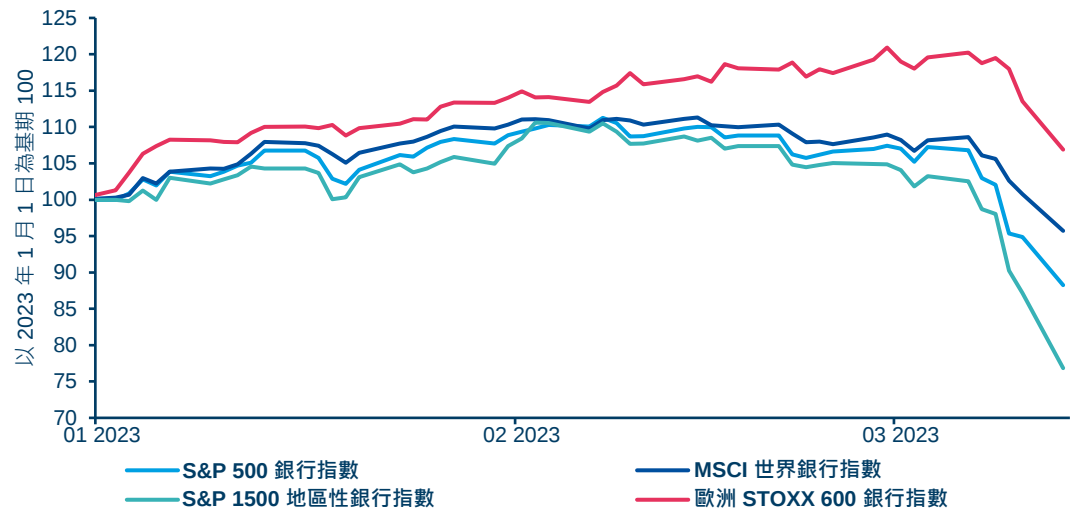
您對於歐洲銀行業，又是如何看待？

講到歐洲銀行產業，擴散風險微乎其微，資金市場相當穩定，並無存在重大緊張態勢的跡象。促成沉重賣壓的原因，莫過於佈局因素，以及年初以來強勁市場表現過後的獲利了結。相較於美國銀行，歐元區銀行具吸引力，我們偏好歐洲，看好大型銀行勝過小型銀行。

我們也更青睞資產負債表穩健、具備獲利能力的銀行。就資產負債表而言，瞭解資本品質及償債能力至關重要。全球金融危機以來，銀行產業已有效減債，減少資產的同時也增加了存款，因此有效修正了放款對存款比 (以往處於極高水準) 的流動性缺口。

如今市場與監管機關也高度聚焦於流動性涵蓋率，法規同樣要求歐洲銀行在最近幾年內完成大量的密集壓力測試，包括了利率衝擊的壓力測試在內。歐洲銀行產業在相關層面展現了抗跌韌性，畢竟歐洲銀行多半避免冒險押注存續期、充分建立利率要素避險部位，此外主要持有的乃是短天期證券，因此不至於像 SVB 或其他小型美國地區性銀行，陷入類似的風險。

全球銀行股普遍重挫



資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博。資料截至 2023 年 3 月 13 日。

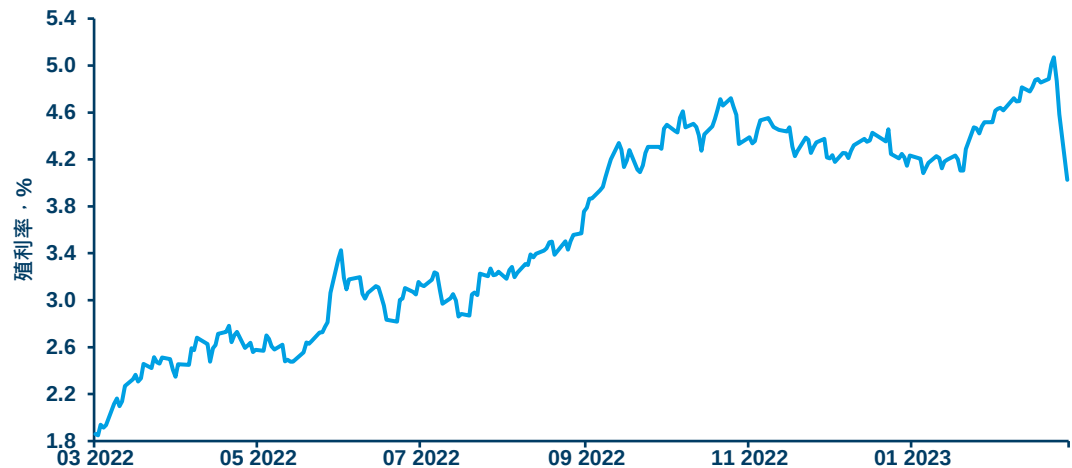
根據您的預期，這次的案件會不會改變聯準會的緊縮貨幣政策立場？

最近幾個星期，市場價格開始反映出今後聯準會對抗通膨可能採行的更激進政策，不過這次的危機帶動了這股趨勢的逆轉，從 2 年期國庫券殖利率的極端變化可見一斑。我們認為，聯準會將繼續致力於抑制通膨，但也必須評估當前危機帶來的衝擊及潛在外溢效應，畢竟總經情境仍然脆弱，考量到政策對於經濟的滯後影響，整體評估恐怕並非易事。

我們認為，SVB 破產將促成金融環境緊縮，並且加重流動性問題。由於銀行股評價承受了更沉重的壓力，銀行在放款實務方面可能更趨保守，更加著重流動性。

這種現象可能促使聯準會的升息政策調降強度並放慢步調，一週前所預測的情況今後將不再適用，畢竟金融環境早已緊縮，對於經濟成長帶來的滯後影響也尚未完全顯現。聯準已經嚴陣以待，採取行動保護債市，避免市場大舉崩盤。

2 年期國庫券殖利率的極端變化



資料來源：鋒裕匯理研究所、彭博。資料截至 2023 年 3 月 13 日。

「為了妥善處置 SVB 案引發的金融緊縮，可能促使聯準會降低政策強度，僅僅一週前所預測的情況，今後很可能不再適用。」

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 **Amundi Group** 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】