

## 风险的错位时空：瑞信是第二张多米诺骨牌

### 报告要点：

● **继3月10日硅谷银行关闭导致市场一度恐慌之后，欧洲银行业巨头瑞士信贷再度引燃市场：**

- 1) 3月14日，瑞士信贷发布2022年年报，2022年归属于股东净亏损73亿瑞士法郎，并称其在2022年和2021年财报程序中发现“重大缺陷”；3月15日，瑞士信贷最大股东沙特国家银行董事长表示绝对不会再向瑞信提供资金；
- 2) 受此影响，瑞士信贷股价大跌，CDS涨至2008年高点，连带欧美银行板块整体下跌；
- 3) 3月19日，在瑞士政府撮合下，瑞士信贷被瑞士银行以30亿瑞郎收购，约为当时市值的四折。

● **诚然，这场风险有瑞士信贷自身的经营问题，毕竟其近些年深陷一系列的危机和动荡，但是宏观大环境的推波助澜也不容忽视：**

- 1) 硅谷银行风波尚未平息，市场神经本就脆弱且敏感，在此环境下瑞士信贷公布的财报缺陷和大股东的停止注资会吸引市场特别的关注，由此导致股价的大跌；
- 2) 欧洲央行自去年7月开始持续快速加息，截至目前累计加息350bp，加息幅度和速度创了历史之最，这不仅导致了银行在投资端大概率面临着浮亏，而且资产质量也在下降。

● **在上述收购达成的同时，瑞士金融市场监管局表示，瑞士信贷名义总金额约160亿瑞郎的额外一级资本债券（AT1）将被减记为零，以增厚瑞信的核心资本：**

- 1) 根据破产清算程序，即使是高风险的AT1债券，其偿付顺序也在股权前面，而在本次事件中，瑞士信贷的股权人利益得到了一定程度的保护，而债权人权益直接清零，该做法引起了市场对这类资产的重新定价，欧洲高收益债价格显著下跌；
- 2) 减记对风险的传播是快速的且非线性的，并没有有利于抑制风险；
- 3) 该决定会引发更大范围的信任危机，问题资产是具有传染性的，银行系统的风险会通过债券传导至资产管理机构。

● **在理性状态下，在风险事件接连发生之后，降低利率以释放流动性是解决问题最根本的办法，后续美国和欧洲加息的阻力会越来越大，金融体系稳定性的约束或迫使美联储和欧洲央行忍受高于目标的通胀水平。**

● **对于国内市场，瑞信事件的影响比较可控：**

- 1) 我国的金融体系相对海外是更加安全的，暂无流动性冲击和信用紧缩风险；
- 2) 何况央行在上周五降准25bp，叠加MLF连续数月超额续作，上层稳定国内经济运行的决心可见一斑。

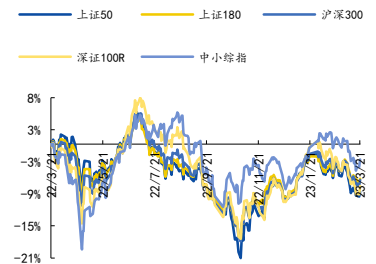
● **对于国际市场，我们继续推荐美债的配置价值：**

- 1) 3月初我们发布报告《先锋军美债：美国日益临近的政策拐点》，明确看好美债的投资机会；除了当时的逻辑以外，近期银行系统风险事件的频发进一步确认了接下来经济下行的趋势，美联储的加息或将更快接近尾声甚至降息时间也会提前；
- 2) 从历史经验来看，美联储的连续加息总会引发金融市场危机，比如1997亚

### 主要数据：

上证综指：	3255.65
深圳成指：	11427.25
沪深300：	3982.38
中小盘指：	4143.14
创业板指：	2337.26

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《预期之外：关于这次情理之中的降准》  
2023.03.18
- 《SVB是美债的导火索：关于这一场轰轰烈烈的压力测试》2023.03.13

### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

---

洲金融危机、2000 互联网泡沫、2008 全球金融危机、2019 美国回购市场危机，这次很可能也概莫能外；

3) 而且，上述危机发生之后，美债都获得了正收益，相对于其他资产的超额收益明显；

4) 美股更加依赖经济基本面，最佳配置时机尚未到来。

**风险提示：**美联储加息超预期，储户信心修复不及预期。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188