

银行业行业点评报告

瑞信危机事件影响浅析

增持（维持）

2023年03月23日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

■ **瑞信危机脉络梳理。**3月15日，瑞信披露年报称其过去两年的财报存在“重大缺陷”，审计机构普华永道也对瑞信内控的有效性给出了“否定意见”，公司22年全年净亏损约73亿瑞士法郎，3月20日，瑞银接管瑞信。危机原因复盘：1) 21年瑞信合作的供应链公司 Greensill 破产与22年 Archegos 对冲基金爆仓，致瑞信承担巨额亏损；2) 俄乌战争冻结俄国资产，引发客户对独立资产安全的担忧；3) 22年末沙特国家银行投入资本大规模减值，23年3月不再为瑞士信贷提供资金；4) 美联储持续加息，借债成本升高，无法弥补巨额亏损。

■ **瑞银将接管瑞信，合并是喜还是忧？**1) 瑞士政府表示将为瑞银在交易中可能承受的损失提供90亿瑞郎的担保。2) 瑞银在接管瑞士信贷后将可获得1000亿瑞郎的流动性援助贷款。3) 价值约为160亿瑞郎的瑞信额外以及资本(AT1)债券将完全减记注销。4) 瑞银将以30亿瑞郎(约瑞信3月17日市值的40%)的价格收购瑞信，瑞银同意承担54亿美元的损失。我们预计瑞银本次收购自己可能不会承受损失。1) 瑞银以30亿瑞郎的对价拿到大幅折价的瑞信，并获得瑞士政府、瑞士央行等政府的支持，本次交易整体是划算的。不过，合并后需要关注：在全球系统重要性银行排名提升后是否会增加资本成本，合并后是否会导致存款迁移，对每股收益和ROE等盈利指标的稀释。2) 从业务结构来看，瑞信聚焦投行业务，瑞银更加聚焦于财富管理与投行业务，截至2022年底，瑞银管理的可投资资产体量达到3.957万亿美元，合并瑞信后预计将达到5万亿美元。

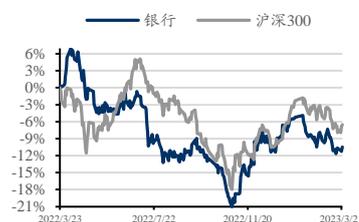
■ **事件的国际影响。**SVB危机相对来说本质上是期限错配带来的流动性危机，瑞信的危机可能是资产端存在比较大的有毒资产，瑞信也是全球系统重要性银行，因此瑞信的危机大于SVB危机的影响。此次UBS的并购能否彻底解决此次危机仍有待观察。此外，美国和欧洲银行业危机会不会带来全球紧缩政策的缓和甚至调头，也值得后续观察。

■ **对中国金融业的影响和启示。**1) 央行此前对包商银行、恒丰银行和锦州银行三家中小银行风险处置经验表明经营理念激进、风险偏好过高、公司治理薄弱的中小银行，在经济下行压力加大、监管逐步趋严的背景下，风险相对突出。2) 当前国内期限利差和信用利差处于健康水平，商业银行外部经营环境良好，疫后复苏持续推进，因此整体面临的风险要远小于欧洲和美国；3) 作为负债压舱石的存款稳定性处于历史较好水平，居民防御性存款意愿仍相对较强，因此较难出现普遍的挤兑和流动性的问题。4) 类似瑞信，中国银行业地产与平台相关资产是否存在系统性风险，值得持续观察。

■ **投资建议：近期海外大中型银行业危机体现了美联储持续加息的蝴蝶效应，是否会造成系统性金融风险仍有待观察，由于海内外加息节奏进程差异，对国内金融影响极为有限。**①银行板块关注两条主线，一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行，关注成都银行、苏州银行，二是受益于房地产修复，迎来困境反转的优质银行，例如平安银行和招商银行。②证券板块推荐个股组合：推荐【东方财富】、【广发证券】，建议关注【东方证券】；③保险板块推荐个股组合：推荐【中国太保】、【中国平安】、【中国人寿】。

■ **风险提示：美联储持续加息超预期，人民币对美元持续贬值**

行业走势



相关研究

《超预期降准为银行信贷扩张提供弹药——317降准点评》

2023-03-18

《社融信贷回升，结构转好——2月金融数据点评》

2023-03-10

内容目录

1. 危机脉络梳理	4
1.1. 瑞士信贷危机浅析	4
1.2. 瑞银收购瑞士信贷	4
2. 本次合并是喜还是忧?	5
2.1. 从瑞信 2022 年否定意见内控报告看公司经营危机	5
2.1.1. Wealth Management (财富管理业务)	6
2.1.2. Swiss Bank (银行业务)	7
2.1.3. Asset Management (资产管理)	8
2.1.4. Investment Bank (投资银行)	9
2.2. 约 160 亿瑞郎 AT1 债清零触发港股及亚洲银行债大幅波动	10
2.3. 瑞银该笔交易并不一定会承受损失	10
2.4. 动因分析: 合并后新 UBS 集团有望打造全球领先的财富管理机构	11
2.4.1. 公司预计在全球财富和资产管理资产规模超过 5 万亿美元	11
2.4.2. 公司预计本次收购会进一步提升瑞银全球重要性水平, 巩固瑞士银行业领头者地位	12
2.4.3. 聚焦投资银行业务, 提升国际竞争力, 公司将控制投行业务的风险加权资产占比在 25% 以内	12
3. 影响分析	13
3.1. 对比 2008 年, 本次危机难以造成系统性金融风险	13
3.2. 美元加息趋势短期难以扭转, 中期值得观察	13
3.3. 由于海内外加息节奏进程差异, 对国内金融影响极为有限	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1:	瑞士信贷银行危机浅析	4
图 2:	瑞士信贷报告分布	5
图 3:	审计机构普华永道对内部控制报告出具否定意见部分内容截图	5
图 4:	约 160 亿瑞郎 AT1 债清零触发港股及亚洲银行债大幅波动	10
图 5:	瑞信分业务板块营收贡献图 FY2022	11
图 6:	瑞银分业务板块营收贡献图 FY2022	11
图 7:	合并后将提升 GWM 和 AM 规模.....	12
图 8:	合并后将提升客户存款与贷款规模	12
图 9:	瑞信于合并前已计划对 SPG 和 NCU 业务部门进行降杠杆和去风险.....	13
图 10:	联邦基金利率期货显示市场预期 3 月加息 25bp	14
图 11:	国内居民储蓄意愿较强（单位：%）	15
图 12:	国内居民防御性存款意愿仍相对较强	15
图 13:	国内利差处于健康水平（单位：bps）	15
表 1:	瑞信近五个财年财富管理业务经调整的分部利润表	6
表 2:	瑞信近五个财年银行业务经调整的分部利润表	7
表 3:	瑞信近五个财年资产管理业务经调整的分部利润表	8
表 4:	瑞信近五个财年投资银行业务经调整的分部利润表	9
表 5:	瑞银与瑞信集团主要财务指标对比	11

1. 危机脉络梳理

1.1. 瑞士信贷危机浅析

2023年3月14日，瑞士信贷（Credit Suisse）公布其2022年年报。据年报显示其税前净亏损为32.58亿瑞士克朗，归属股东净亏损为72.93亿瑞士克朗。同时审计机构普华永道出具对内部控制否定意见的审计报告。3月15日沙特国家银行董事长表态不会为瑞士信贷进一步提供流动性支持；3月20日，瑞士政府、瑞士央行、瑞士金融监管局以及瑞银相继发布声明，确认瑞士信贷将由瑞士银行接管。

瑞士信贷危机的爆发主要原因：1) 2021年，瑞信受到比尔黄（Bill Hwang）及其家族理财室 Archegos 爆仓，以及供应链金融公司 Greensill 基金破产，导致其作为投资组合管理人的四个供应链金融基金（SCFF）遭受重创双重打击。两年的连续亏损及22年年报存在重大缺陷等因素导致瑞士信贷银行股价迅速走低。2) 22年10月，沙特国家银行以14亿瑞郎的价格收购了瑞士信贷9.9%的股份，为改善其投行业务、解决风险和合规问题的大规模战略改革提供资金，但未能改善公司困境。沙特国家银行此次表示不会再为瑞士信贷注资，引起市场广泛担忧。3) 俄乌战争中，中立的瑞士信贷银行冻结了俄国资产，致使其用户对其资产安全产生担忧，纷纷撤资。4) 美联储的持续加息，使得瑞士信贷的借债成本不断攀升，致使其无法再通过借债融资弥补其之前的巨额亏损。

图1：瑞士信贷银行危机浅析



数据来源：东吴证券研究所整理

1.2. 瑞银收购瑞士信贷

在瑞士央行和瑞士政府的撮合之下，3月20日，瑞士政府、瑞士央行、瑞士金融监管局以及瑞银相继发布声明，确认瑞士信贷将由瑞士银行接管。1) 瑞士政府表示将为瑞士银行在交易中可能承受的损失提供90亿瑞郎的担保。2) 瑞士央行表示会为推动瑞士银行接管瑞士信贷提供持续性的流动性支持，瑞士银行在接管瑞士信贷后将可获得1000亿瑞郎的流动性援助贷款。3) 瑞士金融监管局表示，价值约为160亿瑞郎的瑞士信贷额外以及资本（AT1）债券将完全减记注销。4) 瑞士银行将以30亿瑞郎（约瑞士

信贷 3 月 17 日市值的 40%) 的价格收购瑞士信贷，瑞士信贷股东每持有 22.48 股瑞士信贷股份将会获得 1 股瑞士银行股份（折合每股 0.76 瑞郎），**瑞士银行同意承担 54 亿美元的损失**。合并后会控制投行业务占风险加权资产的 25% 左右。在 2027 年前，合并后每年预计减少 80 亿美元的运营成本，保持资本充足率仍高于 13% 的目标。

图2：瑞士信贷报告分布



数据来源：瑞信官网，东吴证券研究所整理

2. 本次合并是喜还是忧？

2.1. 从瑞信 2022 年否定意见内控报告看公司经营危机

瑞信披露 2022 年全年业绩。2022 年财年，公司实现净收入 149 亿瑞士法郎，同比下降 34%，其中投资银行业务净收入同比下降 55%，财富管理业务净收入同比下降 30%，资产管理业务净收入同比下降 14%，银行业务收入同比下降 5%。

图3：审计机构普华永道对内部控制报告出具否定意见部分内容截图

Opinion on Internal Control over Financial Reporting

We have audited the internal control over financial reporting of Credit Suisse Group AG and its subsidiaries (the "Group") as of December 31, 2022, based on criteria established in Internal Control - Integrated Framework (2013) issued by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). In our opinion, the Group did not maintain, in all material respects, effective internal control over financial reporting as of December 31, 2022, based on criteria established in Internal Control - Integrated Framework (2013) issued by the COSO because material weaknesses in internal control over financial reporting existed as of that date related to (i) the effectiveness of the risk assessment process to identify and analyze the risk of material misstatements in the Group's financial statements, (ii) the effectiveness of monitoring activities relating to providing sufficient management oversight over the internal control evaluation process to support the Group's internal control objectives, involving appropriate and sufficient management resources to support the risk assessment and monitoring objectives and assessing and communicating the severity of deficiencies in a timely manner to those parties responsible for taking corrective action and (iii) the effectiveness of controls over the completeness and the classification and presentation of non-cash items in the consolidated statements of cash flows.

Management did not design and maintain an effective risk assessment process to identify and analyze the risk of material misstatements in its financial statements and did not design and maintain effective monitoring activities relating to (i) providing sufficient management oversight over the internal control evaluation process to support the company's internal control objectives; (ii) involving appropriate and sufficient management resources to support the risk assessment and monitoring objectives; and (iii) assessing and communicating the severity of deficiencies in a timely manner to those parties responsible for taking corrective action. These material weaknesses contributed to an additional material weakness, as management did not design and maintain effective controls over the classification and presentation of the consolidated statement of cash flows. Specifically, certain control activities over the completeness and the classification and presentation of non-cash items in the consolidated statement of cash flows were not performed on a timely basis or at the appropriate level of precision. This material weakness resulted in the revisions contained in our previously issued consolidated financial statements for the three years ended December 31, 2021 as disclosed in the 2021 Annual Report. Additionally, each of these material weaknesses could result in further misstatements of account balances or disclosures that would result in a material misstatement to the annual consolidated financial statements that would not be prevented or detected.

数据来源：瑞信，东吴证券研究所整理

审计机构普华永道对内部控制报告出具否定意见。瑞士信贷否定意见内部控制报告，主要基于公司管理层未设计并维护有效的风险评估流程和监督流程以识别并分析财报中的重大错报风险，致其内部控制存在重大缺陷，主要涉及：(i) 识别及分析财务报表重大错报风险的风险评估程序的有效性存在缺陷；(ii) 用以实现集团内部控制目标的对内

控制评估程序未能起到有效的监管作用，未能充分调动充分和恰当的管理资源用以风险评估与监管，并且未及时告知利益相关方其内控缺失的严重程度；(iii)未对合并现金流量表中非现金项目的完整性、分类和列报进行有效的控制。这些重大缺陷中的每一个都可能导致财务信息及相关披露的错报。尽管财务报告内部控制存在以上重大缺陷，公司确认其合并财务报表在本年度报告所有重要方面符合美国公认会计准则。

2.1.1. Wealth Management (财富管理业务)

根据公司公告，2022 年经调整后财富管理业务税前利润为 2.49 亿瑞士法郎，同比下降 86%。这是由于交易和业绩收入、经常性佣金和费用收入下降、4Q22 资金外流对收入的影响，以及运营费用增加。财富管理业务调整后的税前利润受到以下因素的不利影响：在对财富管理业务 2022 年全年的技术和平台战略进行审查后，IT 相关资产减值 (IT-related assets) 1.83 亿瑞士法郎，以及 APAC Financing Group 按市值计算的亏损 1.21 亿瑞士法郎。报告的 22 财年税前亏损为 6.31 亿瑞士法郎，包括 1.47 亿瑞士法郎的房地产销售收益，与 Allfunds Group 和 SIX Group 的股权投资相关的亏损分别为 5.88 亿瑞士法郎和 1700 万瑞士法郎，以及 3.06 亿瑞士法郎的重大诉讼准备金和 1.09 亿瑞士法郎的重组费用。

根据公司公告，2022 年财富管理业务分部净收入为 50 亿瑞士法郎，同比下降 30%，调整后的净收入为 54 亿瑞士法郎，下降 15%。交易和业绩收入同比下降 30%，主要原因是经纪和产品发行费用下降以及全球交易解决方案(GTS)收入下降。经常性佣金和费用下降 13%，主要反映平均资产管理规模下降。净利息收入同比持平，因为较高的存款保证金抵消了存贷款业务量减少的影响，以及资金增加和利率管理成本上升的不利影响。财富管理业务的调整后运营费用增加了 12%，主要是由于一般和管理费用增加。

表1: 瑞信近五个财年财富管理业务经调整的分部利润表

财富管理业务(百万瑞士法郎)	2018	2019	2020	2021	2022
净利息收入	2,626	2,549	2,358	2,110	2,103
经常性佣金及费用	1,808	1,782	1,671	1,813	1,570
与交易、业绩相关的收入	2,249	2,470	2,779	2,481	1,744
其他收入	79	624	273	627	(465)
净收入	6,762	7,425	7,081	7,031	4,952
不动产投资 (收益) / 损失	(2)	(49)	1	(19)	(147)
业务销售 (收益) / 损失	(75)	0	0	24	4
重大诉讼追偿	0	0	0	(49)	0
InvestLab 转移收益	0	(327)	(65)	0	0
在 Allfunds Group 的股权投资 (收益) / 损失	0	0	(127)	(622)	586
在 SIX Group AG 的股权投资 (收益) / 损失	0	(249)	(79)	35	17
调整后净收入	6,685	6,800	6,811	6,400	5,412
信用减值准备	58	78	231	0	9

总营业费用	4,740	4,739	4,797	4,724	5,574
重组费用	(128)	–	(41)	(19)	(109)
重大诉讼预计负债	(37)	27	(34)	(62)	(306)
不动产处置相关费用	0	(19)	(5)	(7)	(3)
在 Allfunds Group 股权投资相关费用	0	0	0	(20)	(2)
调整后总营业费用	4,575	4,747	4,717	4,616	5,154
税前利润	1,964	2,608	2,053	2,307	(631)
调整后税前利润	2,052	1,975	1,863	1,784	249
调整后经济利润(百万瑞士法郎)	–	766	652	578	(526)
调整后的监管资本回报率(%)	–	15.5	15.1	14.2	2.1

资料来源：瑞信，东吴证券研究所

2.1.2. Swiss Bank (银行业务)

根据公司公告，2022 年公司经调整后银行业务税前利润为 14.0 亿瑞士法郎，同比下降 19%，主要系净收入下降 4% 及计提信用减值准备金 9000 万瑞士法郎。经调整后营业费用增长 2%，主要源于整个集团的风险、合规和技术成本、较高的维持费用以及个性化广告和营销活动，但薪酬费用保持稳定，银行业务调整后成本收入比为 62%。

根据公司公告，2022 年公司调整后净营收下降 4%，主要为净利息收入下降 5% 所致，这源于瑞士央行加息环境下存款成本上升幅度大于贷款利息收入上行幅度，净息差收窄。2022 年公司交易相关收入下降了 9%，主要是受股权投资和银行同业拆借利率（IBOR）转换相关收益的影响，若剔除此因素，交易相关收入预计下降 3%。经常性佣金和费用同比持平。

表2：瑞信近五个财年银行业务经调整的分部利润表

银行业务(百万瑞士法郎)	2018	2019	2020	2021	2022
净利息收入	2,329	2,388	2,336	2,345	2,219
经常性佣金及费用	1,246	1,222	1,190	1,302	1,293
交易相关的收入	565	537	512	561	508
其他收入	(31)	408	174	108	73
净收入	4,109	4,555	4,212	4,316	4,093
不动产投资（收益）/ 损失	(21)	(220)	(16)	(213)	(148)
在 SIX Group AG 的股权投资收益	0	(249)	(79)	35	17
在 Pfandbriefbank 的股权投资收益	0	0	(134)	0	(6)
调整后净收入	4,088	4,086	3,983	4,138	3,956
信用减值准备	124	107	268	4	90
总营业费用	2,529	2,476	2,476	2,394	2,458
重组费用	(86)	–	(42)	(11)	(21)
与不动产处置相关费用	0	(10)	(4)	(4)	0
调整后总营业费用	2,443	2,466	2,430	2,379	2,437

税前利润	1,456	1,972	1,468	1,918	1,545
调整后税前利润	1,521	1,513	1,285	1,755	1,429
调整后经济利润(百万瑞士法郎)	-	352	154	506	280
调整后的监管资本回报率(%)	-	10.8	9.5	13.0	10.9

资料来源：瑞信，东吴证券研究所

2.1.3. Asset Management (资产管理)

根据公司公告，2022 年经调整后资产管理业务税前利润为 1.71 亿瑞士法郎，同比下降 64%，主要为净收入下降所致。2022 年经调整后资产管理业务净收入为 13 亿瑞士法郎，同比下降 14%，主要受业绩下滑、交易和配售收入下降以及高投资和合伙收入增加等因素共同影响。净收入下降原因为业绩下滑、交易及配售收入下降，2022 年同比降幅为 66%，主要源于投资亏损，这一点与 2021 年投资收益为正、低配售费和绩效费的业绩情况相反。2022 年公司管理费收入同比降幅为 11%，主要系平均资产管理规模（average AuM）下降以及投资者对被动产品（passive products）偏好增加等，使得管理费用收入量价齐跌，该部分管理费降幅被高投资回报和合伙收入部分抵消，主要系 2021 年公司对约克资本管理公司的非控股股权计提减值 1.13 亿瑞士法郎。

表3：瑞信近五个财年资产管理业务经调整的分部利润表

资产管理业务(百万瑞士法郎)	2018	2019	2020	2021	2022
管理费	1,019	1,072	1,052	1,137	1,011
业绩、交易和配售收入	242	331	219	340	114
投资和合伙人收入	323	279	(131)	31	169
净收入	1,584	1,682	1,140	1,508	1,294
不动产投资（收益）/ 损失	0	0	0	0	(2)
业务销售（收益）/ 损失	(18)	0	0	0	0
InvestLab 转移收益	0	0	(203)	0	0
York Capital Management 减值	0	0	414	113	10
调整后净收入	1,566	1,682	1,351	1,621	1,302
信用减值准备	0	1	0	0	2
总营业费用	1,167	1,158	1,112	1,146	1,146
重组费用	(26)	-	(18)	(3)	(16)
不动产处置相关费用	0	(4)	(2)	(1)	(1)
业务销售相关费用	(47)	0	0	0	0
调整后总营业费用	1,094	1,154	1,092	1,142	1,129
税前利润	417	523	28	362	146
调整后税前利润	472	527	259	479	171
调整后经济利润（百万瑞士法郎）	-	338	133	304	78
调整后的监管资本回报率(%)	-	51.5	25.5	52.0	20.5

资料来源：瑞信，东吴证券研究所

2.1.4. Investment Bank (投资银行)

根据公司公告，2022 年经调整后投资银行业务实现 31.16 亿瑞士法郎的重大税前亏损，同比大幅下降，严峻的市场环境对公司的资本市场业务和投行重组业务影响尤甚。2022 年公司投资银行业务净收入为 46.07 亿瑞士法郎，同比下降 54%，主要原因是资本市场活跃度低导致固收类产品及股票的交易销售收入大幅下降。2022 年公司经营费用降幅为 18%，主要由于 21 财年 18 亿美元的商誉减值，调整后投资银行业务营业费用同比下降 5%，主要基于薪酬和福利支付降低。

IPO 业务面临着重大挑战，资本市场收入同比下降 80%。由于 2022 年全球资本市场整体处于底部区域徘徊，2022 年公司咨询业务收入同比下降 26%。2022 年公司固定收益销售和交易业务收入同比下降 47%，这主要由于公司根据战略规划采取的降低业务风险和减少资本的战略行动所致。2022 年公司调整后股票销售和交易收入下降了 54%，原因为整体产品特别是股票衍生品的收入下降，同时也与机构融资经纪 (Prime Service) 退出有关。

表4: 瑞信近五个财年投资银行业务经调整的分部利润表

投资银行业务 (百万瑞士法郎)	2018	2019	2020	2021	2022
固定收益产品销售与交易	2,755	3,506	4,187	3,525	1,968
股票销售与交易	2,198	2,328	2,261	1,792	1,091
资本市场	2,810	2,484	2,964	3,589	756
咨询及其他业务	1,116	730	744	1,014	781
其他业务收入	51	101	(3)	(12)	11
净收入	8,930	9,149	10,153	9,908	4,607
不动产投资 (收益) / 损失	0	(7)	0	0	(53)
阿奇戈斯资本管理公司 (Archegos)	0	0	0	470	(17)
调整后净收入	8,930	9,142	10,153	10,378	4,537
信用减值准备	62	130	588	4,209	(84)
阿奇戈斯资本管理公司 (Archegos)	0	0	0	(4,307)	155
调整后信用减值准备	62	130	588	(98)	71
总营业收入	7,856	7,699	7,655	9,172	7,807
商誉减值	0	0	0	(1,623)	(23)
重组费用	(362)	-	(48)	(71)	(327)
重大诉讼预计负债	(90)	0	(24)	(149)	(232)
不动产处置相关费用	0	(75)	(40)	(44)	(20)
阿奇戈斯资本管理公司 (Archegos)	0	0	0	(26)	(40)
调整后总营业费用	7,404	7,624	7,543	7,259	7,165
税前利润	1,012	1,320	1,910	(3,473)	(3,116)
调整后税前利润	1,464	1,388	2,022	3,217	(2,699)

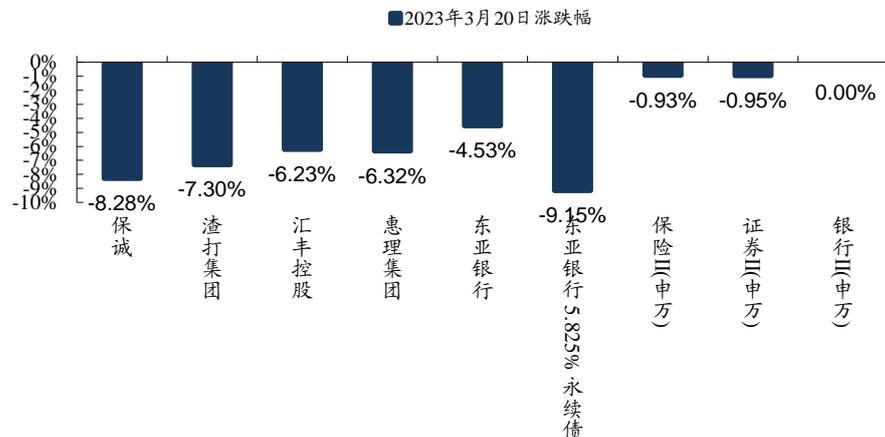
调整后经济利润(百万瑞士法郎)	-	(758)	(363)	670	(3,497)
调整后的监管资本回报率(%)	-	6.4	9.8	16.9	(16.4)

资料来源：瑞信，东吴证券研究所

2.2. 约 160 亿瑞郎 AT1 债清零触发港股及亚洲银行债大幅波动

据瑞信 2022 年财报披露的信息,截至 2022 年底,瑞信核心一级资本(Cet1 capital)、一级资本(Tier1 capital)分别为 352.90 亿瑞郎、500.26 亿瑞郎,即其它一级资本(AT1)约为 147.36 亿瑞郎。瑞士金融监管局表示,这价值约为 147.36 亿瑞郎的瑞士信贷额外一级资本债券将完全减记注销。AT1 债券持有人将“血本无归”。AT1 债设计初衷就是用来在持续经营下无条件吸收损失的,但按一般理解,AT1 债券全额减计时,股票也应清零。而瑞银收购瑞信的 32 亿美元交易代价,首先偿付给股东而非 AT1 债权人,是否存在顺位不合理有待观察。

图4: 约 160 亿瑞郎 AT1 债清零触发港股及亚洲银行债大幅波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 瑞银该笔交易并不一定会承受损失

从主要经营财务业绩数据来看,瑞银好于瑞信,近年来由于瑞信在缩表使得瑞银的体量较瑞信的优势也愈发明显。与此同时,如果从CET1、Tier1等指标来看,瑞银相较于瑞信的优势实际上并不明显,这意味着至少从指标上看,瑞银以 30 亿瑞郎的对价拿到大幅折价的瑞信,并获得瑞士政府、瑞士央行等政府的支持,该笔交易并不一定会承受损失,考虑到瑞银的资本、流动性等指标相较于瑞信的优势并不明显。不过,合并后需要关注:在全球系统重要性银行排名提升后是否会增加资本成本,合并后是否会导致存款迁移,对每股收益和 ROE 等盈利指标的稀释。

图5: 瑞信分业务板块营收贡献图 FY2022



数据来源: 瑞信, 东吴证券研究所

图6: 瑞银分业务板块营收贡献图 FY2022



数据来源: UBS, 东吴证券研究所

表5: 瑞银与瑞信集团主要财务指标对比

	瑞银 (百万美元)			瑞信 (百万瑞郎)		
	2020A	2021A	2022A	2020A	2021A	2022A
利润表						
营业收入	33,084	35,393	34,563	22,389	22,696	14,921
净利润 (损失)	6,572	7,486	7,661	2,666	-1,626	-7,306
资产负债表						
所有者权益	59,765	61,002	57,218	42,941	44,230	45,331
资产	1,125,765	1,117,182	1,104,364	818,965	755,833	531,358
风险资产						
RWA	289,101	302,209	319,585	275,084	267,787	250,540
一级核心资本 (CET1)	39,890	45,281	45,457	35,361	38,529	35,290
CET1 ratio	13.8%	15.0%	14.2%	12.9%	14.4%	14.1%
CET1 leverage ratio	3.85%	4.24%	4.42%	4.30%	4.30%	5.40%
主要财务指标						
成本收入比	73.30%	73.60%	72.10%	79.60%	84.10%	121.70%
ROE	11.30%	12.60%	13.30%	5.90%	-3.80%	-16.10%

数据来源: 瑞信, UBS, 东吴证券研究所

2.4. 动因分析: 合并后新 UBS 集团有望打造全球领先的财富管理机构

根据瑞银于投资者关系网站上披露相关材料, 公司收购瑞信后, 能使得公司增加其全球财富和资产管理的规模, 并提升长期股东价值。

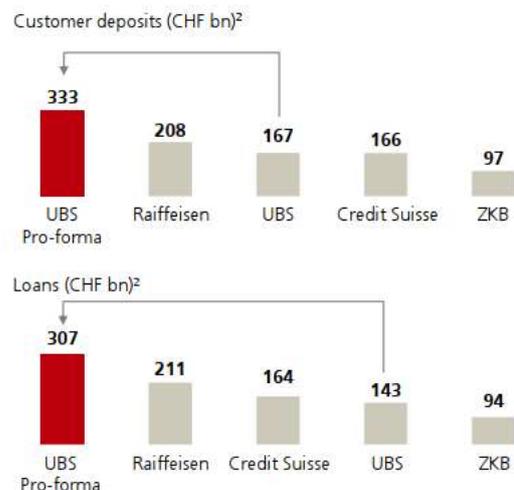
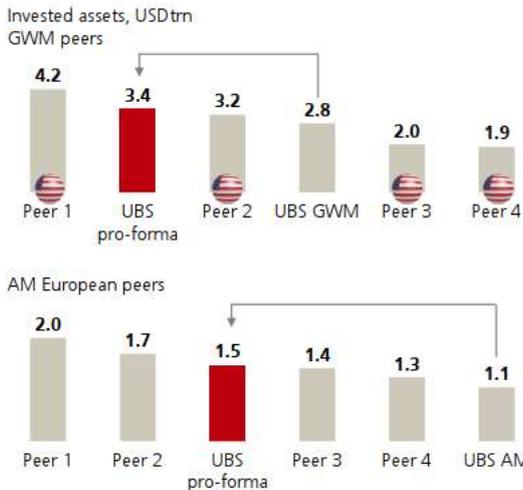
2.4.1. 公司预计在全球财富和资产管理资产规模超过 5 万亿美元

瑞银在合并后全球财富管理规模 (GWM) 和资产管理规模 (AM) 预计将会从 3.9 万亿美元增加至 5 万亿美元。具体来看, 1) 全球财富管理规模将从 2.8 万亿美元提升至 3.4 万亿美元。公司会在高速增长领域加快部署战略, 重点聚焦持续增长的超高净值客户和企业客户财富管理需求; 2) 拓展版图至东南亚, 中东与拉丁美洲地区。3) 公司预计合并后欧洲资产管理规模将从 1.1 万亿美元提升至 1.5 万亿美元, 2022 年末规模排名

从欧洲第 5 跃升至第 3，全球排名从 19 名提升至 11 名。

图7：合并后将提升 GWM 和 AM 规模

图8：合并后将提升客户存款与贷款规模



数据来源：UBS，东吴证券研究所，注：按 2022.12.31 财报价值及 2022 年底汇率计算

数据来源：UBS，东吴证券研究所，注：按 2022.12.31 财报价值及 2022 年底汇率计算

2.4.2. 公司预计本次收购会进一步提升瑞银全球重要性水平，巩固瑞士银行业领头者地位

根据 FSB 披露的 2022 年全球系统重要性银行名单 (G-SIBs)，瑞银和瑞信均位列第一档 (额外需增加 1.0% 资本充足率)。1) 公司在瑞士本土地位绝对领先。相比欧洲，瑞士当地区位优势十分显著，当地过去 20 年长期 GDP 增长大于 2%，人均财富规模约 25 万瑞郎，失业率为 4% 低于欧盟平均失业率 (6%)。2) 企业客户领域会加速提升。瑞银的个人和企业业务将会成为瑞士第一，客户存款将从 0.17 万亿瑞郎提升至 0.33 万亿瑞郎。贷款规模将从 0.14 万亿瑞郎提升至 0.31 万亿瑞郎；3) 提升公司整体盈利质量和水平。

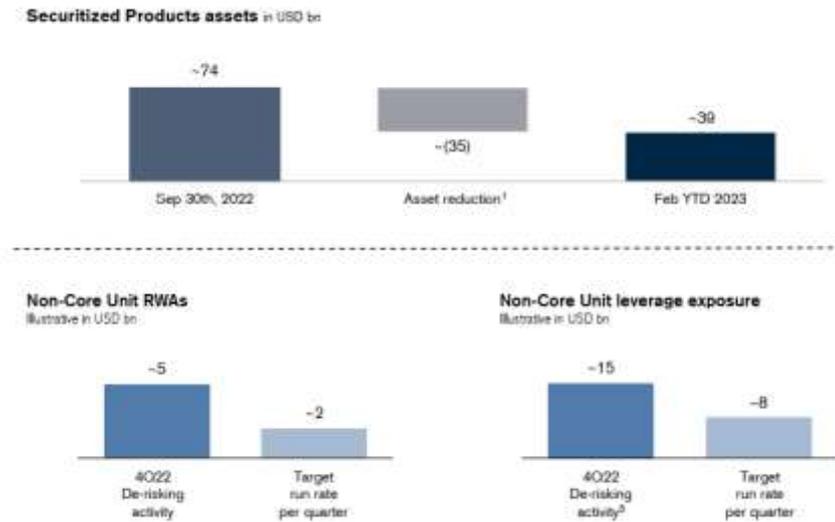
2.4.3. 聚焦投资银行业务，提升国际竞争力，公司将控制投行业务的风险加权资产占比在 25% 以内

根据瑞银计划，合并后公司：1) 将继续致力于投资银行模式。瑞银会注重商业模式，与超高净值客户保持联系同时还拥有完善的运营和风险管理控制。2) 加速全球银行战略。瑞银将会扩大美国市场，并提高在高增长行业的咨询业务能力。3) 保持强大的全球市场模式。4) 将瑞信退出后剩余的业务归入独立的非核心部门。瑞信的战略银行业务 (Strategic Banking businesses) 将会被保留。其余非核心部门 (包括非核心部门 NCU 和证券化产品业务 SPG) 将会被单独划为一个部门，并随着瑞信收购后一起退出。

据瑞信 2022 年年报显示，其在 2022 年 11 月曾与阿波罗全球管理公司 (Apollo Global Management) 达成协议，将会出售公司大部分证券化产品 (SPG)。公司将有序退出 SPG 业务，以实现降风险，该交易已于 2023 年 2 月 7 日完成首次交割，通过该交易瑞

信将会减少 35 万亿美元 SPG 资产。

图9：瑞信于合并前已计划对 SPG 和 NCU 业务部门进行降杠杆和去风险



数据来源：瑞信，东吴证券研究所

3. 影响分析

3.1. 对比 2008 年，本次危机难以造成系统性金融风险

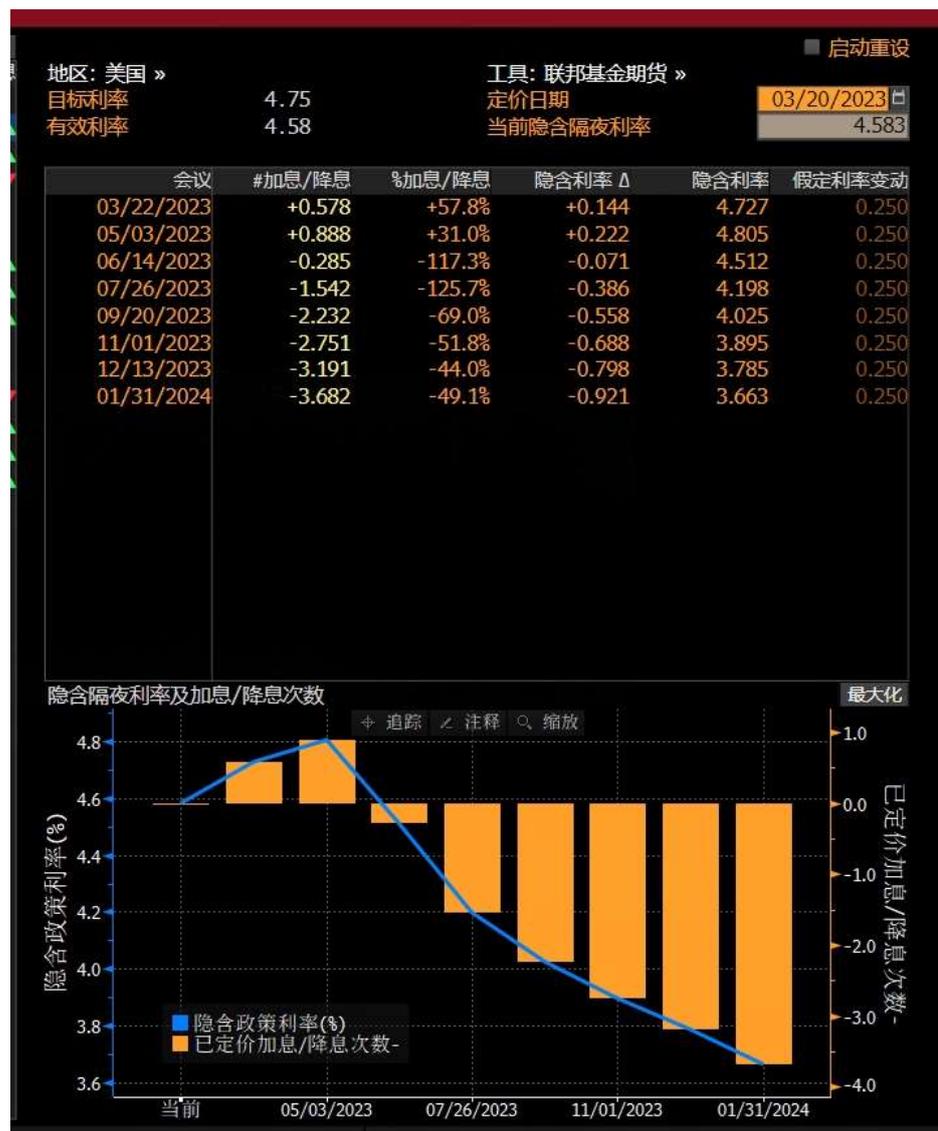
本次瑞信危机与 2008 年雷曼兄弟危机不同，当前资产贬值是因为利率上升而非违约，同时监管者更加严格，反应速度也更快。

3.2. 美元加息趋势短期难以扭转，中期值得观察

近期多家银行金融机构出现危机事件，出于对美国金融系统稳定性的担忧，市场对美国加息预期大幅修正，远超此前调整幅度。3 月 20 日，预期利率峰值为 4.75-5%，6 月开始降息，到年底降息 100bp 至 3.75-4%。

因此近日市场加息预期的下修，基本是过度超调的。我们认为，包括 SVB 倒闭在内部分金融机构危机具有特殊性，从当下美国整体的流动性和银行业运行来看，虽然中小银行的流动性问题值得关注，但 SVB 倒闭事件引发美国银行乃至金融系统流动性危机的可能性还比较低，市场有“过度”担忧迹象。目前看，在 SVB 事件不触发流动性危机情况下，考虑到通胀和就业的韧性，基本不会对美联储政策产生影响。2 月 CPI 数据继续凸显美国核心通胀韧性，非农数据显示劳动力市场就业增长依然强劲，工资增速虽有下降但仍明显高于历史正常区间和联储合意水平，美国经济硬着陆的恶化迹象也未出现。

图10: 联邦基金利率期货显示市场预期 3月加息 25bp

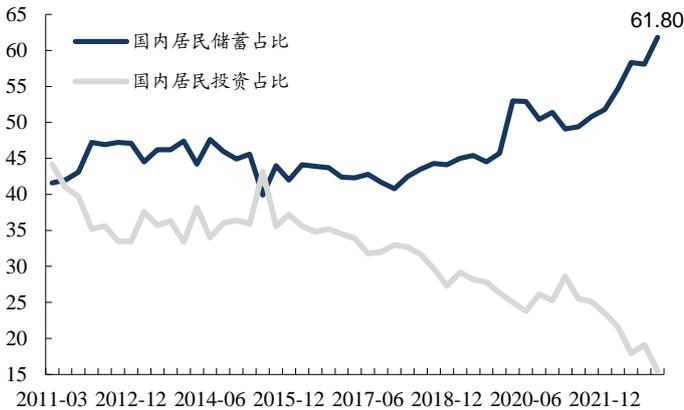


数据来源: bloomberg, 东吴证券研究所

3.3. 由于海内外加息节奏进程差异, 对国内金融影响极为有限

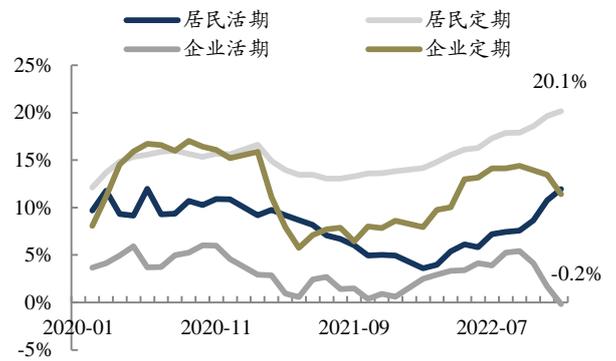
对中国金融业没有任何实质性影响。1) 央行此前对包商银行、恒丰银行和锦州银行三家中小银行风险处置经验表明经营理念激进、风险偏好过高、公司治理薄弱的中小银行, 在经济下行压力加大、监管逐步趋严的背景下, 风险相对突出。2) 当前国内期限利差和信用利差处于健康水平, 商业银行外部经营环境良好, 疫后复苏持续推进, 因此整体面临的风险要远小于欧洲和美国; 3) 作为负债压舱石的存款稳定性处于历史较好水平, 居民防御性存款意愿仍相对较强, 因此较难出现普遍的挤兑和流动性的问题。央行 4Q22 城镇储户调查问卷结果显示, 倾向于更多储蓄的居民占 61.8%, 相较于上年同期增长 10.0 个 pct., 2022 年居民活期和定期存款增速分别为-0.2%和 20.1%, 居民防御性存款意愿仍相对较强; 4) 类似瑞信, 中国银行业地产与平台相关资产是否存在系统性风险, 值得持续观察。

图11: 国内居民储蓄意愿较强 (单位: %)



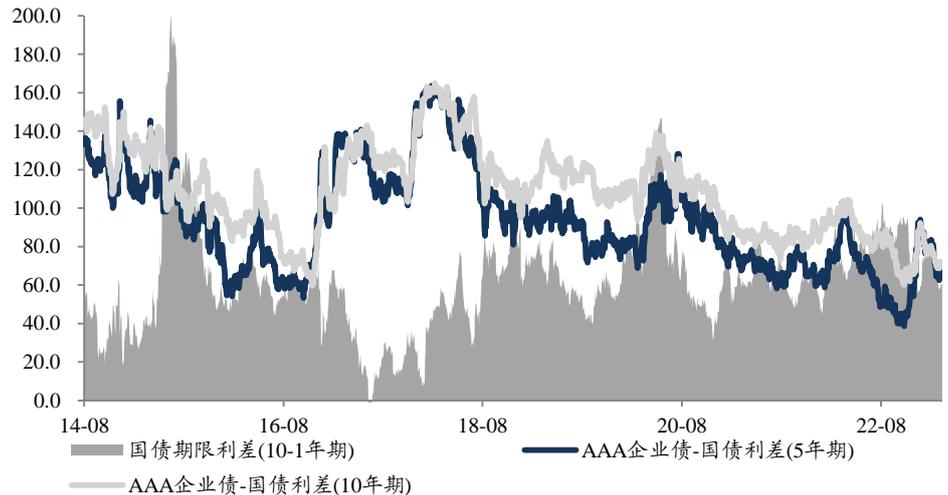
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 国内居民防御性存款意愿仍相对较强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 国内利差处于健康水平 (单位: bps)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

美联储持续加息超预期。前文提到美元加息趋势短期难以扭转，中期值得观察，若美元期限利差持续倒挂，将对银行业金融机构产生负面影响。

人民币对美元持续贬值。前文提到美元加息趋势短期难以扭转，若人民币持续对美元贬值，将对银行和非银板块的估值产生压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>