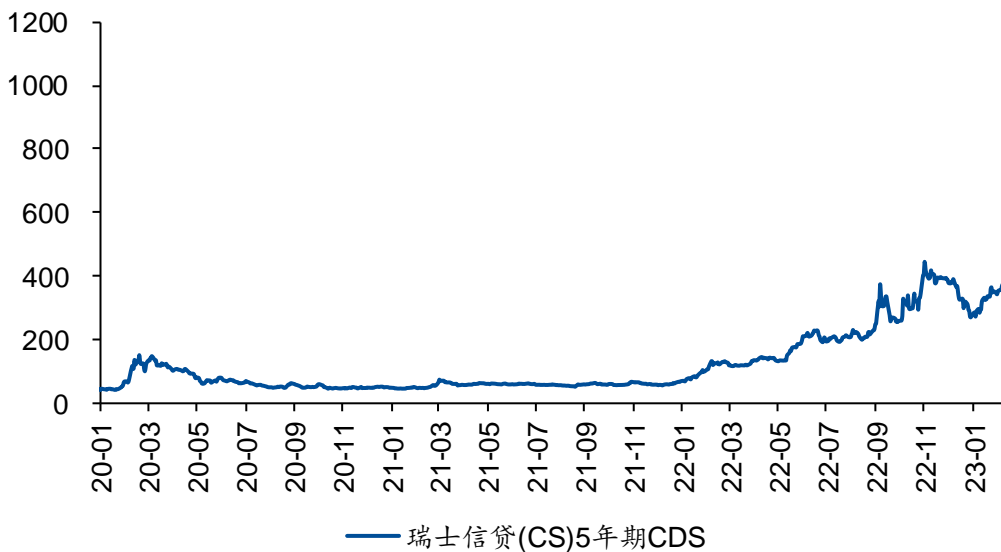




## 欧美银行危机蔓延：“心病”还需“降息”医？

### 瑞士信贷银行的 CDS 价格飙升



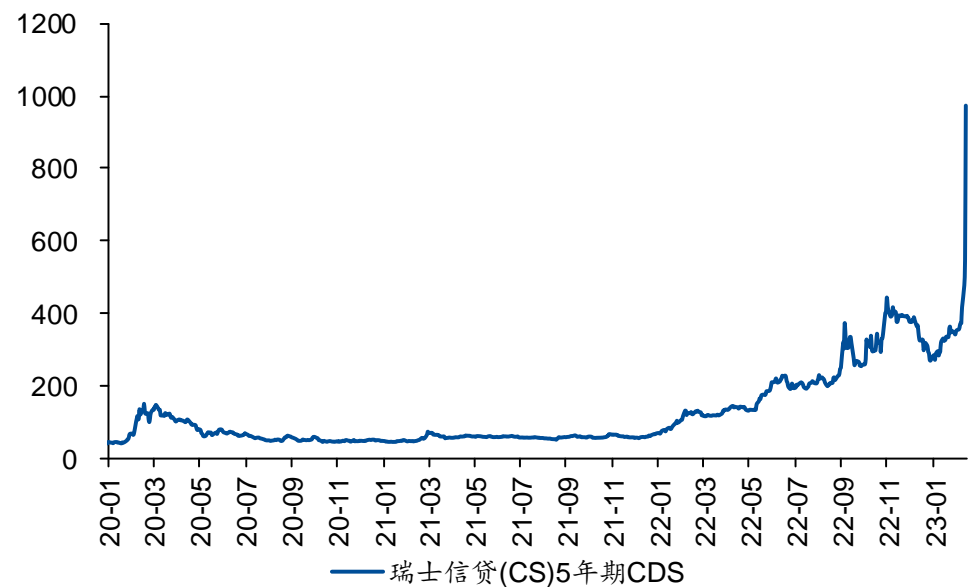
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 欧美银行业危机进一步蔓延。瑞士央行 (SNB) 和该国监管机构在一份声明中表示，瑞士信贷符合对系统重要性银行的资本和流动性要求，如有必要，瑞士央行将向该行提供流动性。
- 截至北京时间 3 月 16 日上午，最新消息显示瑞信集团采取行动以增强流动性，瑞信将向瑞士央行借款至多 500 亿瑞郎，此外将回购至多 30 亿瑞郎的 OPCO SR 债务证券。
- 引发本轮银行业危机的导火索主要是通胀下的加息浪潮。从美国的中小银行挤兑开始，整个金融链条中相对脆弱的环节开始被一个个发现并被放大，成为本轮危机的典型现象。
- 银行业本身是受益于加息的，这对于欧洲银行业尤为如此。由于长期以来处于“负利率”，欧洲银行业的盈利状况一直不理想，这也导致了很多欧洲银行从金融危机以来就采取了“收缩”战略。从欧洲央行快速加息以来，欧洲银行业的盈利状况出现了明显改善，股价也迭创新高。但近期的银行业“爆雷”事件频发，则反映出市场在担忧加息情境下的整体宏观风险。
- 各国央行是否会“转向”，似乎成了解救金融市场的核心矛盾。但事实上，金融监管机构需要考虑的是短期风险与中长期风险的匹配。就短期风险而言，监管机构会持续向市场提供流动性，以避免金融风险的进一步蔓延，以及向实体经济的传播。
- 但中期角度而言，降息带来的通胀风险，可能意味着即使躲过了眼前的危机，下一轮危机也可能很快到来。

## 瑞士监管机构出手

瑞士信贷（Credit Suisse）深陷危机，在股价迭创新低后、其 CDS 价格也在本周出现飙升，这反映出市场对其可能破产的担忧。与此同时，为了避免个体风险的进一步蔓延，瑞士央行（SNB）和该国监管机构在一份声明中表示，瑞士信贷符合对系统重要性银行的资本和流动性要求，如有必要，瑞士央行将向该行提供流动性。瑞士金融市场监管局（FINMA）指出，其与瑞士信贷保持着非常密切的联系，并获得了与监管法相关的所有信息，并确认“瑞信符合适用于系统重要性银行的高资本和流动性要求”。两个部门进一步指出，美国银行业的问题不会对瑞士金融市场构成直接传染风险。

图 1：瑞士信贷银行的CDS价格飙升



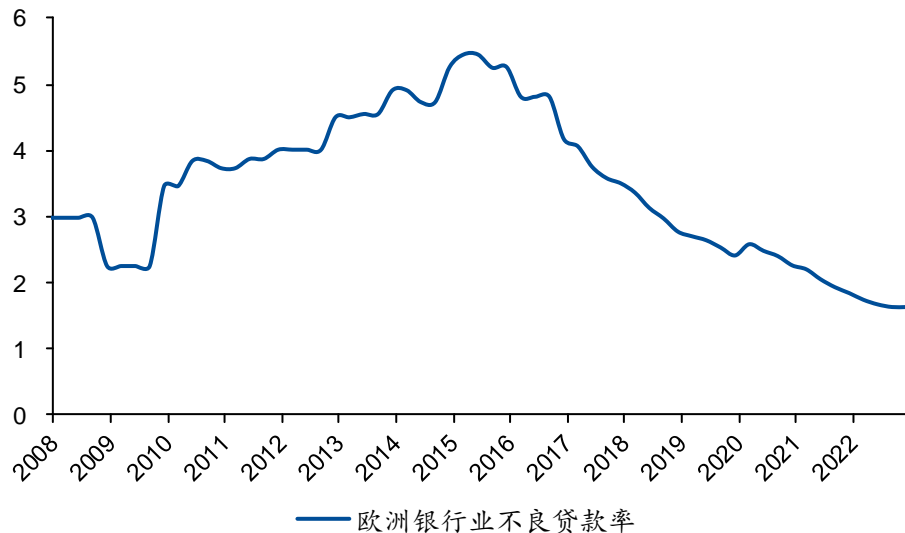
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

## 欧洲银行业整体状况仍属正常

由于银行业危机从美国向欧洲蔓延，市场也开始担心整个金融系统的传染效应。引发本轮银行业危机的导火索主要是通胀下的加息浪潮。从美国的中小银行挤兑开始，整个金融链条中相对脆弱的环节开始被一个个发现并被放大，成为本轮危机的典型现象。

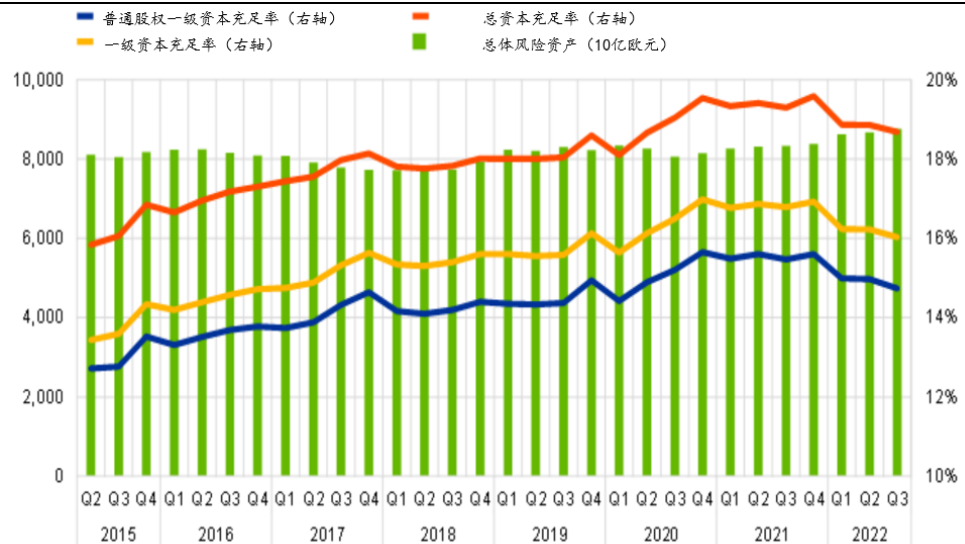
但从考察银行业的主要监管指标来看，欧洲银行业的整体风险并不高。其不良贷款率已经创下了 2008 年金融危机以来的最低点，到 2022 年底仅为 1.6%，远低于欧洲债务危机爆发后的水平。与此同时，欧洲主要银行的资本充足率指标也显著高于监管指标，流动性的各项指标也非常正常。从这些主要的监管指标来看，传统意义上的银行业危机仍然是一个小概率事件。

图 2：欧洲银行业不良贷款率保持在历史低位



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

图 3：欧洲银行业资本状况仍然健康



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

### 降息能解决问题么？

与此同时，欧美主要银行的股价在过去一周出现了大幅下跌，这也反映出市场的恐慌情绪在进一步蔓延。市场在某种程度上似乎在 **price in** 另一个“雷曼时刻”。

事实上，银行业本身是受益于加息的，这对于欧洲银行业尤为如此。由于长期以来处于“负利率”，欧洲银行业的盈利状况一直不理想，这也导致了欧洲银行从金融危机以来就采取了“收缩”战略。从欧洲央行快速加息以来，欧洲银行业的盈利状况出现了明显改善，股价也迭创新高。但近期的银行业“爆雷”事件频发，则反映出市场在担忧加息情境下的整体宏观风险。

就目前的整体经济指标而言，欧美经济并未出现显著的“硬着陆”迹象，与此同时，通胀保持着较高的粘性，则意味着货币政策将进一步收紧。但

这样的“持续收紧”显然已经开始影响到金融市场的信心和稳定。在这样的状况下，市场开始把希望寄托在加息周期的提前结束、甚至降息周期的提前到来。

各国央行是否会“转向”，似乎成了解救金融市场的核心矛盾。但事实上，金融监管机构需要考虑的是短期风险与中长期风险的匹配。就短期风险而言，监管机构会持续向市场提供流动性，以避免金融风险的进一步蔓延，以及向实体经济的传播。

但中期角度而言，降息带来的通胀风险，可能意味着即使躲过了眼前的危机，下一轮危机也可能很快到来。经济的基本面仍然是关注所有市场问题的最终落脚点。因此，减息可能可以帮助市场解除“心病”，但对经济整体的调理绝对不是“降息”可以独自完成的。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、顺丰房托(02191.HK)、泸州银行(01983.HK)、远大医药(00512.HK)、东莞农商银行(09889.HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的卓博集团(03738.HK)、腾讯控股(00700.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、吉利汽车(00175.HK)、360数科-S(03660.HK)、中国外运-H股(00598.HK)、交通银行-H股(03328.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、金山软件(03888.HK)、新创建集团(00659.HK)、商汤-W(00020.HK)、中国有色矿业(01258.HK)、乐享互动(06988.HK)、广汽集团-H股(02238.HK)、中国联塑(02128.HK)、合景泰富集团(01813.HK)、旭辉控股集团(00884.HK)、正荣地产(06158.HK)、哔哩哔哩-W(09626.HK)、碧桂园(02007.HK)、雅居乐集团(03383.HK)、中国奥园(03883.HK)、龙光集团(03380.HK)、融创中国(01918.HK)、新世界发展(00017.HK)、新天绿色能源(00956.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、复星国际(00656.HK)、中国中免(01880.HK)、洪九果品(06689.HK)、科济药业-B(02171.HK)、民生银行-H股(01988.HK)、协鑫新能源(00451.HK)、周大福(01929.HK)、彩虹新能源(00438.HK)、金融街物业(01502.HK)、国美零售(00493.HK)、中海物业(02669.HK)、奥园健康(03662.HK)、金科服务(09666.HK)、雅生活服务(03319.HK)、甘肃银行(02139.HK)、兖矿能源(01171.HK)、滨海投资(02886.HK)、华南城(01668.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、移卡(09923.HK)、威高股份(01066.HK)、中梁控股(02772.HK)、四环医药(00460.HK)、东方证券-H股(03958.HK)、中广核电力-H股(01816.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中广核矿业(01164.HK)、江苏宁沪高速公路(00177.HK)、药明康德(02359.HK)、泉峰控股(02285.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、奈雪的茶(02150.HK)、小米集团-W(01810.HK)、旭辉永升服务(01995.HK)、中石化冠德(00934.HK)、中石化炼化工程-H股(02386.HK)、上海石油化工股份(00338.HK)、中国石油化工股份-H股(00386.HK)、泡泡玛特(09992.HK)、晨鸣纸业(01812.HK)、理文造纸(02314.HK)、思摩尔国际(06969.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的联想集团(00992.HK)、中国移动-H股(00941.HK)、香港交易所(00388.HK)、银河娱乐(00027.HK)、长城汽车-H股(02333.HK)、友邦保险(01299.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、瑞声科技(02018.HK)、药明生物(02269.HK)、美团-W(03690.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)、国药控股-H股(01099.HK)、快手-W(01024.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、中信证券-H股(06030.HK)、吉利汽车(00175.HK)、比亚迪股份-H股(01211.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、工商银行-H股(01398.HK)、中银香港(02388.HK)、中国银行-H股(03988.HK)、汇丰控股(00005.HK)、中国平安-H股(02318.HK)、中国人寿-H股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、中国铁塔-H股(00788.HK)、小米集团-W(01810.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、网易-S(09999.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、中芯国际(00981.HK)、阿里健康(00241.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、中国海洋石油(00883.HK)、龙光集团(03380.HK)、中国奥园(03883.HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对收购、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com