

## 关注海外金融风险蔓延可能

### 报告摘要

#### 核心观点：

◆ 当前欧元区及美国 M2 增速均处于下行区间，反映银行派生的明显收缩。美国方面，美联储维持年内不降息的立场，流动性收紧压力下或有更多脆弱部分暴露风险。在近期黑石集团、加密友好银行、硅谷银行、签名银行、美国第一共和银行纷纷暴雷后，本周美国三月加息靴子落地，联邦基金利率目标区间上调 25 个基点。目前联邦基金利率已升至 2007 年 10 月以来的最高水平。发布会上鲍威尔措辞鹰派，表示今年降息不是美联储的基本预期。前期美国中小银行破产的核心原因是加息引发的流动性危机。硅谷银行虽因其负债端客户主要集中于易受加息周期负面影响的初创企业而具有一定的特殊性，但我们认为它更像是冬日冰面最薄的部分，其他金融机构在持续加息压力下也普遍存在借短买长经营模式盈利转负及负债端融资成本过高引发的流动性风险。美国银行体系里中小银行整体存、贷款规模不容小觑，根据 FDIC 提供的数据测算，截至 2022 年四季度，美国中小型银行（资产规模小于等于 \$250B 的银行）持有美国全部存款、贷款的比例分别为 45.19%，55.2%，若爆发金融风险影响或较大。

◆ 欧洲方面，瑞信是全球系统重要性银行之一，规模体量较美国中小型银行更大，与其他金融机构关联度更高，瑞信危机余震持续引发市场震荡。瑞士监管部门为增强该行核心资本，通过牺牲债券持有人来提高股权交易，试图拯救系统性风险却破坏了债权人的优先受偿结构。若风波不平，叠加美国银行业危机的恐慌情绪，债权人为了避险，可能会选择从高脆弱性的债权资产逃离，恐慌或将波及欧洲乃至全球信用债市场。截至 3 月 23 日，Markit 公司追踪的 AT1 指数较 3 月 1 日已下跌 8.72%。瑞信的风险一方面使瑞信股票、债券投资人面临较大亏损，其财富缩水导致市场资金面收紧，流动性

### 作者

董忠云 分析师  
SAC 执业证书：S0640515120001  
联系电话：010-59562478  
邮箱：dongzy@avicsec.com

王玉茜 研究助理  
SAC 执业证书：S0640122040025  
联系电话：  
邮箱：wangyx@avicsec.com

### 相关研究报告

中航策略周报：《关注紧缩后周期中的全球金融风险》

中航策略周报：《中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大》

中航策略周报：《数字中国规划落地，军工板块或迎来新一轮估值抬升》

中航策略周报：《底部清晰，军工板块或迎来新一轮估值抬升》

中航策略周报：《“阳康牛”，加配成长》

### 市场走势：



紧缩与信用风险增加或驱使市场风险偏好趋于保守；另一方面其风险或向同业传染，市场担忧蔓延，其他银行或因为此次风险事件面临信用利差扩大，融资成本攀升等经营压力。彭博社当地时间 3 月 23 日报道称，美国司法部正在调查金融专业人士是否帮助过俄罗斯寡头逃避制裁，而包括瑞信和瑞银这两家瑞士银行在内的多家银行正在接受调查。瑞信作为全球系统性重要银行，与全球金融系统其它银行关联度较高，业务复杂程度较高，若其风险长期无法消解，将会为全球资本市场带来较大冲击。

#### 投资建议：

- ◆ 紧缩后周期下需警惕全球金融风险，配置上建议向“安全”与“科技”等政策重点扶持的领域倾斜，从二者结合的角度来看，利好军工、电子、计算机等赛道。国防军工方面，中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大，建议关注相关龙头企业。电子方面，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

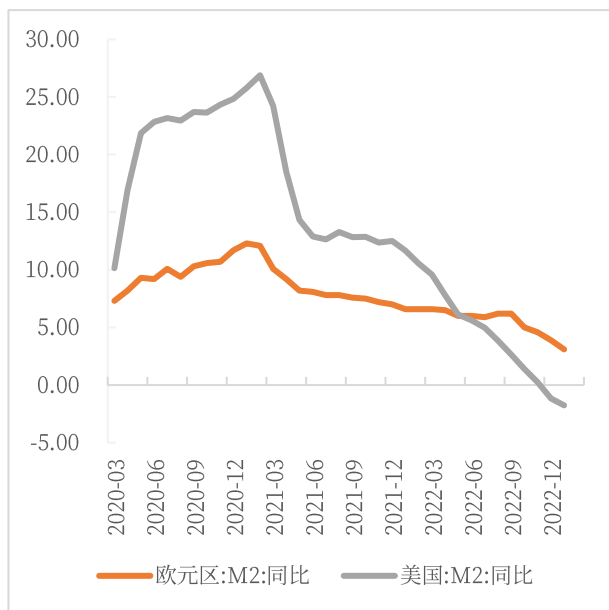
**本周市场回顾:**

本周市场表现整体较好, 上证指数, 深证成指, 沪深 300, 科创 50, 创业板指, 中证 500 分别上涨 0.46%, 3.16%, 1.72%, 4.45%, 3.34%, 2.05%。行业风格上, 本周成长及消费风格表现较强, 分别上涨 4.45%, 1.10%; 稳定风格表现较弱, 下跌 3.04%。分行业来看, 申万一级行业中传媒、电子、计算机表现较强, 分别上涨 10.97%, 6.99%, 6.71%; 钢铁、建筑装饰、石油石化表现较弱, 分别下降 3.54%, 2.16%, 1.75%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交额为 10012.91 亿元, 较上周增长了 1192.23 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 17.99 倍, 较上周上涨 1.36%。北向资金本周保持净买入状态, 本周净买入金额 109.50 亿元。

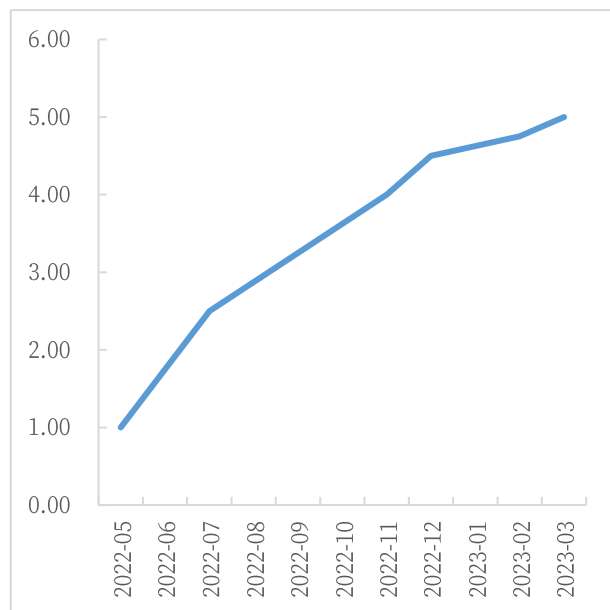
**正文:**

当前欧元区及美国 M2 增速均处于下行区间, 反映银行派生的货币明显收缩。美国方面, 美联储维持年内不降息的立场, 流动性收紧压力下或有更多脆弱部分暴露风险。在近期黑石集团、加密友好银行、硅谷银行、签名银行、美国第一共和银行纷纷暴雷后, 本周美国三月加息靴子落地, 联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 4.75%-5%。这虽是美联储在考虑银行业风险的情况下第二次将加息幅度放缓至 25 个基点, 但目前联邦基金利率已升至 2007 年 10 月以来的最高水平; 且由于通胀和劳动力市场的中期数据强于此此前预期, 美联储在最新政策说明中删除了“通胀已出现缓解 (inflation has eased somewhat)”的表述, 保留“通胀保持高位 (remains elevated)”的评价。之后的发布会上鲍威尔措辞鹰派, 表示今年降息不是美联储的基本预期。前期美国中小银行破产的核心原因是加息引发的流动性危机。以硅谷银行为例, 2022 年持续大幅加息背景下市场风险偏好下降, 纳斯达克指数回调, 传导至 IPO 市场导致企业融资困难。IPO 市场的不景气导致众多高科技初创企业不得不从硅谷银行持续抽走大量存款支持自身业务运营, 导致负债端结构相对单一的硅谷银行存款流失严重。为匹配负债方收缩银行被迫亏损交易, 持续加息使资产端的国债、MBS 债券形成账面浮亏, 短端利率高企的背景下借贷成本较高, 为缓解流动性压力硅谷银行只得被动抛售资产导致账面亏损变为实际亏损, 最终引起恐慌导致疯狂挤兑引发破产。硅谷银行虽因其负债端客户主要集中于易受加息周期负面影响的初创企业而具有一定的特殊性, 但我们认为它更像是冬日冰面最薄的部分, 其他金融机构在持续加息压力下也普遍存在借短买长经营模式盈利转负及负债端融资成本过高引发的流动性风险。美国银行体系里中小型银行整体存、贷款规模不容小觑, 根据 FDIC 提供的数据测算, 截至 2022 年四季度, 美国中小型银行 (资产规模小于等于 \$250B 的银行) 持有美国全部存款、贷款的比例分别为 45.19%, 55.2%, 若爆发金融风险影响或较大。

**图1 欧美国家 M2 增速均处于下行区间 (单位: %)****图2 美国联邦基金目标利率已升至 4.75%-5% (单位: %)**

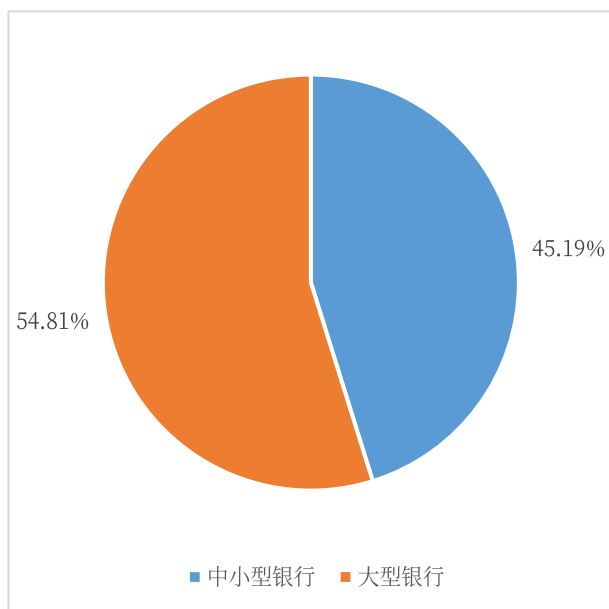


资料来源: Wind, 中航证券研究所整理



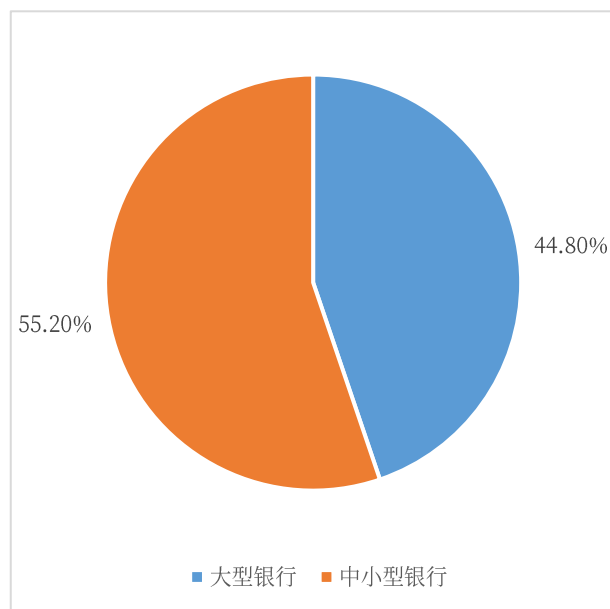
资料来源: Wind,中航证券研究所整理 (注: 该指标是存款机构向其他存款机构借出储备金余额的隔夜利率, 此处显示上限值)

图3 2022Q4 美国中小型银行及大型银行存款占比 (单位: %)



资料来源: FDIC, 中航证券研究所整理(注: 将美国银行中资产规模小于等于\$250B的划分为中小型银行, 资产规模大于\$250B的划分为大型银行)

图4 2022Q4 美国中小型银行及大型银行贷款占比 (单位: %)

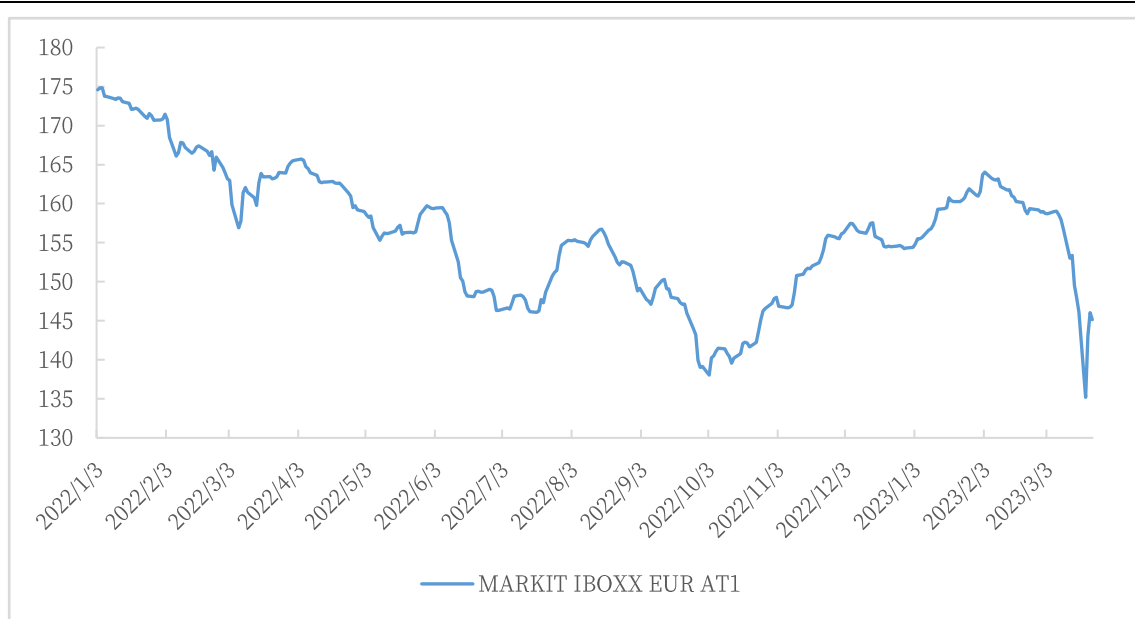


资料来源: FDIC, 中航证券研究所整理

欧洲方面, 瑞信是全球系统重要性银行之一, 规模体量较美国中小型银行更大, 与其他金融机构关联度更高, 瑞信危机余震持续引发市场震荡。当地时间 3 月 19 日瑞士政府宣布瑞信

将以约 30 亿瑞郎被瑞银集团收购，此举本应有助于保护瑞士金融中心地位和经济，却因为价值约 172 亿美元的额外一级资本（AT1）债券将被完全减记清零，冲击欧洲 AT1 债券市场的投资者信心。此次完全减记瑞信 AT1 债券是欧洲总规模达 2750 亿美元的 AT1 市场历史上最大的一次价值减记事件。瑞士监管部门为增强该行核心资本，通过牺牲债券持有人来提高股权交易，试图拯救系统性风险却破坏了债权人的优先受偿结构。3 月 20 日，欧盟监管部门发声安抚市场情绪称，普通股权一级资本（CET1）仍然先于 AT1 债券承担损失，其他国家仍会按照债权人的优先受偿结构先价值清零股权，暂时稳定市场舆论。但若风波不平，叠加美国银行业危机的恐慌情绪，债权人为了避险，可能会选择从高脆弱性的债权资产逃离，恐慌或将波及欧洲乃至全球信用债市场。彭博社当地时间 3 月 23 日报道称，美国司法部正在调查金融专业人士是否帮助过俄罗斯寡头逃避制裁，而包括瑞信和瑞银这两家瑞士银行在内的多家银行正在接受调查。截至 3 月 23 日，Markit 公司追踪的 AT1 指数录得 145.14，虽在 3 月 20 日欧盟监管部门发声安抚后有所回升，但较 3 月 1 日已下跌 8.72%。瑞信的风险一方面使瑞信股票、债券投资人面临较大亏损，其财富缩水导致市场资金面收紧，流动性紧缩与信用风险增加或驱使市场风险偏好趋于保守；另一方面其风险或向同业传染，市场担忧蔓延，其他银行或因为此次风险事件面临信用利差扩大，融资成本攀升等经营压力。北京时间 24 日，德国最大的银行德意志银行欧股盘中跌幅超 14%，该股已连续三天下跌，3 月迄今市值蒸发超 30%。根据标普市场情报数据，周四德意志银行 CDS（信贷违约互换）从前一天的 142 个基点升至 173 个基点，创有史以来最大单日涨幅。瑞信作为全球系统性重要银行，与全球金融系统其它银行关联度较高，业务复杂程度较高，若其风险长期无法消解，将会为全球资本市场带来较大冲击。

**图5 Markit IBOXX EUR CONTINGENT CONVERTIBLE LIQUID DEVELOPED MARKET AT1**



资料来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

**投资建议：**

紧缩后周期下需警惕全球金融风险，配置上建议向“安全”与“科技”等政策重点扶持的领域倾斜，从二者结合的角度来看，利好军工、电子、计算机等赛道。国防军工方面，中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大，建议关注相关龙头企业。电子方面，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

**风险提示：**

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性收紧超预期；
- 4.国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就。

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637