

2023年3月21日

# 余波未平：瑞士信贷被快速收购点评

——全球资产配置热点聚焦系列之二十

## 相关研究

"塞翁失马——多领域联合解读硅谷银行事件影响" 2023年3月12日  
"控制久期，静待出清——2023年春季全球资产配置投资策略" 2023年2月23日

## 证券分析师

金倩婧 A0230513070004  
jinqj@swsresearch.com  
冯晓宇 A0230521080005  
fengxy2@swsresearch.com  
王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com

## 研究支持

林遵东 A0230122080008  
linzd@swsresearch.com

## 联系人

冯晓宇 A0230521080005  
fengxy2@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- 2023年3月14日，瑞士信贷披露2022年财报业绩亏损，审计公司普华永道发表否定意见，市场对瑞信“破产”的担忧快速升温，瑞信面临股债双杀。我们在20230312发布《塞翁失马——多领域联合解读硅谷银行事件影响》提示了硅谷银行为代表的美国中小银行风险和对市场的影响。本文重点讨论瑞士信贷“破产”风险由何而来？作为系统性重要银行，瑞信对欧洲银行业有何影响？瑞银收购瑞信后续有哪些关注点？
- 瑞信和硅谷银行危机有何不同？硅谷银行破产是资产、负债端错配导致的流动性冲击，而瑞信自身的经营问题由来已久，高利率的金融环境加剧了其困境。瑞士信贷2022年净亏损72.93亿瑞郎，创下2008年金融危机以来最大亏损。其中，投资银行、财富管理、资产管理、瑞士银行部门营收分别同比去年-54%、-30%、-14%、-5%。事实上，瑞信股价先于其他欧美银行股提前一年见顶，业绩频繁亏损、公司治理能力较差、盈利前景悲观是核心的“三宗罪”。瑞士信贷股价自2021年2月开始下跌，至今跌幅高达87.8%。2021年瑞信业绩不断亏损。2022年，俄乌冲突后全球利率抬升，资本市场波动加大，IPO业务迅速下降，投行和资管业务受损，瑞士信贷遭遇资本外流冲击。相比较而言，其他欧洲主要银行的盈利能力则位于2015年以来的相对高位。
- 瑞信银行风波是否存在进一步的“蝴蝶效应”？瑞信作为全球系统性重要银行，具有跨国业务活动较为频繁、杠杆工具使用较大、与金融系统的其他银行关联度较高、金融机构基础设施作用较强、业务相对复杂的特点。若瑞信“倒闭”对资本市场的后续冲击不小。为防范金融风险的无序扩张，瑞士政府在瑞信“破产”风险发酵后紧急促成瑞银收购瑞信，并且由瑞士政府和瑞士央行提供流动性兜底，同时美联储也提高了与海外央行进行美元资金互换的便利性。瑞士联邦政府在当地时间2023年3月19日宣布，瑞士信贷银行(Credit Suisse)被瑞银集团(UBS)以大约30亿瑞郎收购(截止20230317，瑞信市值约为74亿瑞郎)。瑞士政府在本次收购中提供充分的保护和流动性支持，包括1) 将完全减记价值158亿瑞郎的瑞信Additional Tier 1(AT1)债券，从而增加核心资本；2) 对于非核心资产损失，瑞士政府承诺提供90亿瑞郎的担保，但前50亿瑞郎的损失将由瑞银来承担。1) 对于全球银行业而言，收购后如何处理瑞信的资产将对其他对手方带来一定不确定性，另外潜在的业务损失对于瑞银经营带来一定成本。回顾金融危机期间的银行并购事件始末，宣布并购后仍然存在业务整合矛盾、业绩亏损对收购方的股价冲击等影响。2) 对于资本市场而言，对AT1债券的完全减记不符合受偿顺序，相关债券持有人被迫承受了比股东更多的损失，后续或引发其他补充一级资本债券的抛售压力。周一(20230320)亚太市场开盘期间，出于AT1债券的抛售担忧，港股银行股大幅下挫。欧洲市场开盘后，伦敦上市的景顺AT1资本债券UCITS ETF下跌17%。
- 中期来看，随着欧央行加息的推进，欧洲经济信贷周期面临高位回落压力，欧洲经济仍有下行压力。3月议息会议上欧央行如市场预期加息50bp，短期仍以抗通胀为主要目标，但密切关注金融风险扩散的应对，未来货币政策决策将主要依赖于数据。从核心监管指标看，欧洲银行资本抗风险能力弱于美国银行，而美国银行的流动压力大于欧洲银行。尽管目前欧洲主要银行ROE位于2020年以来相对高位，但持续高利率环境下欧洲银行增速盈利增速已经开始高位回落，股价也存在进一步调整风险。另外，银行业的金融风险或导致潜在的资产负债表收缩压力，这将限制银行业整体信贷能力，从而对主要依赖信贷融资的欧洲经济形成反身性冲击(欧洲非金融企业融资中，贷款占比为26%)。
- 风险提示：欧美银行业冲击范围扩大，美联储货币紧缩超预期。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

### **1.瑞信经营问题由来已久，财报亏损触发“破产”担忧..... 5**

1.1 瑞信财报收到否定意见，市场对其“破产”担忧上升.....5

1.2 瑞信股价于 21 年开始跑输同行，内控经营问题由来已久.....7

### **2. 瑞信被瑞银收购，后续还有哪些风险值得关注？ ..... 9**

2.1 作为系统性重要银行，瑞信业务亏损对资本市场冲击不小 .....9

2.2 瑞银迅速收购瑞信，高收益债的衍生风险值得关注..... 11

2.3 金融风险或导致银行业信贷收缩，对欧洲经济形成反身性冲击.. 14

## 图表目录

图 1: 瑞士信贷财富管理和投资银行业务营收大幅下滑 .....	5
图 2: 2022 年所有部门税前净利润均恶化 .....	5
图 3: 瑞士信贷 2022 年管理总资产流出幅度接近 20%.....	5
图 4: 目前管理资产仍然处于流出态势 .....	5
图 5: 客户存款 2022Q4 相比 Q3 流出幅度为 37% .....	6
图 6: 瑞士信贷持股 3%以上股东持有股份合计占比为 23.91%.....	6
图 7: 2022 年瑞信营收增速持续为负 .....	7
图 8: 瑞信连续 5 个季度业绩亏损.....	7
图 9: 瑞信股价早已提前一年跑输其他欧洲银行股 .....	8
图 10: 美股银行股基本与标普 500 指数见顶时间相当 .....	8
图 11: BIS 对系统银行倒闭影响的评估 .....	9
图 12: 在系统性重要银行中, 瑞信对金融系统的影响排名居中 .....	10
图 13: BIS 对各系统性银行倒闭后影响程度的评分中, 瑞士信贷排名居中 .....	10
图 14: 部分重要银行已经减少与瑞信的业务往来, 以降低风险敞口 .....	10
图 15: 瑞银以 30 亿瑞郎全部收购瑞信, 无需征求股东同意, 交易由瑞士监管部门支持.....	11
图 16: 全球央行与美联储的货币互换可体现离岸美元流动性的紧张程度, 22 年 10 月瑞士央行曾加速使用货币互换工具, 或与瑞士信贷彼时的“破产”风险有关 (百万美元) .....	12
图 17: 瑞信价值 158 亿的补充一级资本金债券被减记为 0 .....	13
图 18: COCO 债券指数近期加速下跌.....	13
图 19: 欧洲各银行应急可转债 (COCO AT1) 价格近期加速下跌 .....	13
图 20: 金融危机期间, 银行宣布并购后仍然存在业务整合矛盾等影响 .....	13
图 21: 与全球主要银行相比, 瑞信的一级核心资本充足率为 14.1%, 高于中位数水平 .....	14
图 22: 欧洲银行流动性覆盖比率普遍较高, 22 年相比于 21 年边际有所弱化....	14
图 23: 除瑞信外, 其他银行 ROE 水平相对健康, 欧洲银行盈利能力普遍处于 2015 年以来高位 .....	15
图 24: 相比于美国, 欧洲非金融企业融资贷款占比更高.....	15

图 25：欧洲非金融企业和家庭部门信贷增速开始见顶 ..... 16

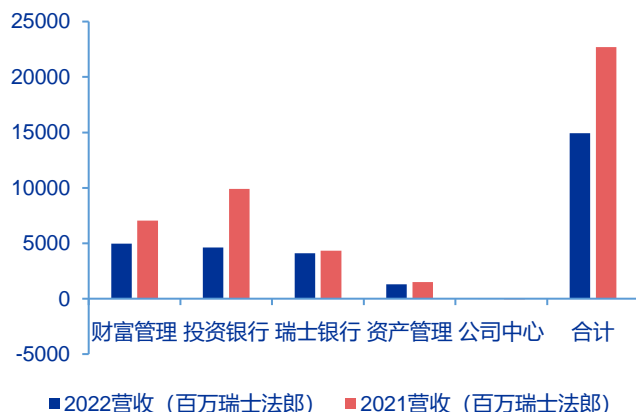
# 1. 瑞信经营问题由来已久，财报亏损触发“破产”担忧

## 1.1 瑞信财报收到否定意见，市场对其“破产”担忧上升

2023年3月14日，瑞士信贷披露2022年财报显示业绩亏损，财富管理和投资银行业务缩减最为严重。2022年瑞信税前损失为32.58亿瑞郎，归属于股东的净亏损为72.93亿瑞郎，创下2008年金融危机以来最大亏损。财富管理、投资银行、瑞士银行、资产管理等部门营收分别同比去年-30%、-54%、-5%、-14%。**从市场角度来看**，由于俄乌冲突导致全球滞胀压力陡增，全球央行收紧货币政策。利率飙升导致资本市场波动加大，IPO开始显著下滑，同时瑞信庞大的利率掉期和信用违约掉期的交易(CDS)库存在利率快速上行环境中亏损严重。**从客户角度来看**，2021年~2022年由于瑞士信贷的种种“负面新闻”，客户开始从瑞信逐步转移资产，例如 Archegos Capital 爆仓导致了瑞信巨额亏损、英国金融公司 Greensill Capital 陷入财务困境，瑞信参与的共同基金被冻结、2022年10月瑞信“破产”风波一度发酵。瑞士信贷管理资产外流较为显著，其中22Q4单季流出1070亿瑞士法郎，同比去年-19.9%。

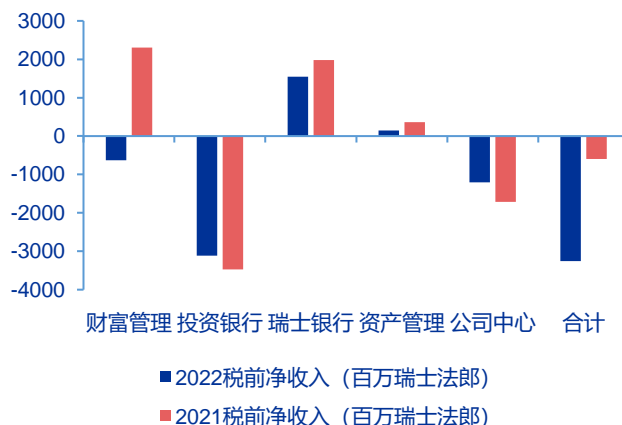
瑞士信贷的公司管理也不尽人意，3月14日普华永道对瑞士信贷的内部控制持“否定意见”，并在财报中发现了内部控制的“重大缺陷”，事关公司未能在财务报表中设计和维持有效的风险评估，并且管理层没有设计和维护对现金流量表的分类和列报的有效控制。其实，该公司的风控在2021年同样做的并不理想，在同样参与 Archegos Capital 的合作银行当中，瑞信的亏损幅度最大，其对风险资产的抛售也落后于其他金融机构。事后瑞信反馈公司内部并未评估抵押品价格波动对资产净值的冲击，这也体现出其风控能力有待提高。

图 1：瑞士信贷财富管理和投资银行业务营收大幅下滑



资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

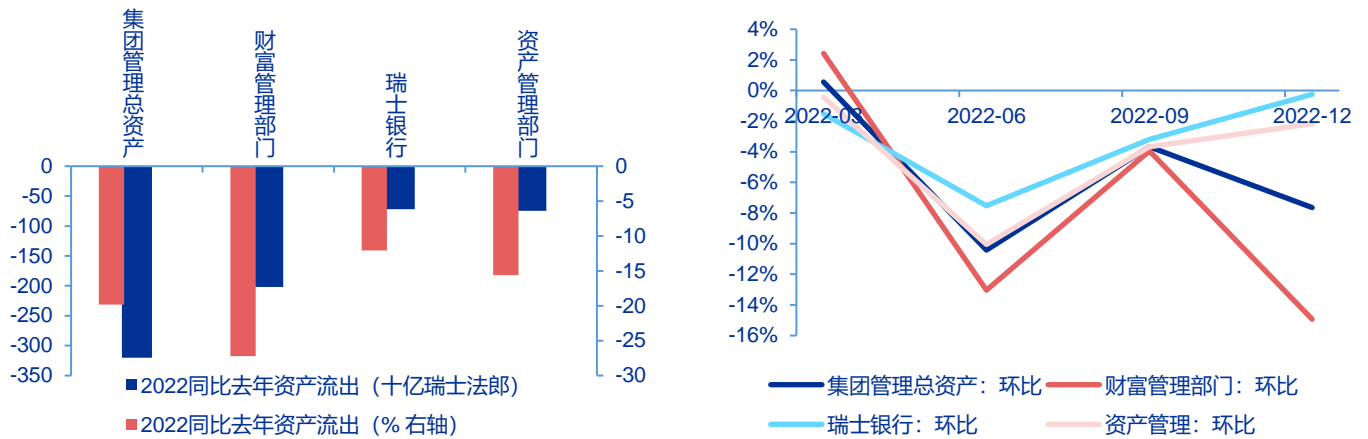
图 2：2022 年所有部门税前净利润均恶化



资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

图 3：瑞士信贷 2022 年管理总资产流出幅度接近 20%

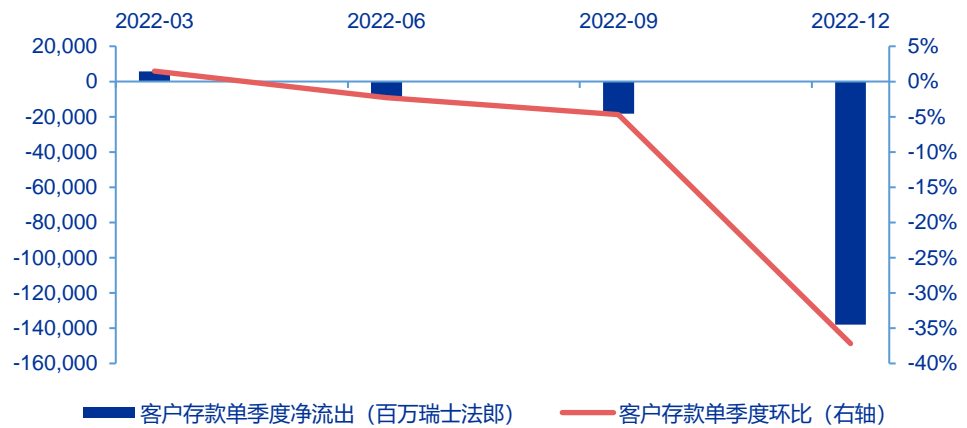
图 4：目前管理资产仍然处于流出态势



资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

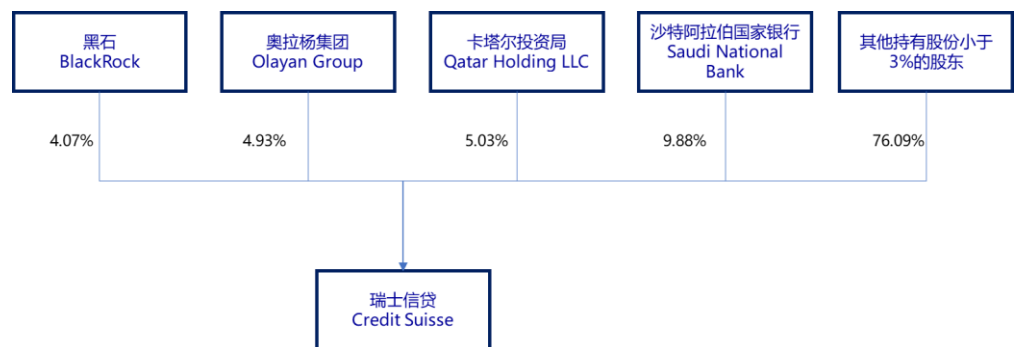
资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

图 5：客户存款 2022Q4 相比 Q3 流出幅度为 37%



资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

图 6：瑞士信贷持股 3% 以上股东持有股份合计占比为 23.91%



资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

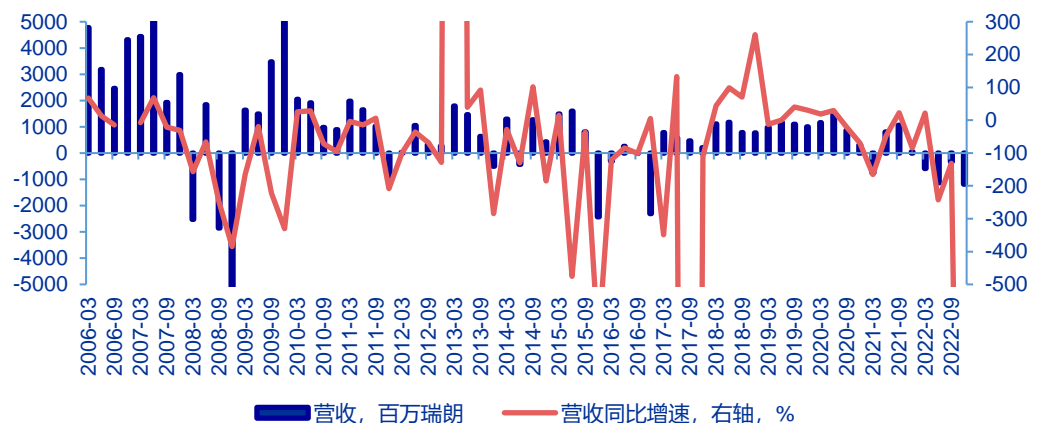
与倒闭的硅谷银行不同，硅谷银行破产是资产、负债端错配导致的流动性冲击，而瑞信自身的经营问题由来已久，高利率的金融环境加剧了其困境。瑞士信贷并非受到负债端存款的流出挤兑压力，并且资产端持有的可供出售和持有到期资产占比较小，2022 年仅分别造成了 1.56、0.4 亿瑞士法郎的未实现损失（合计占净资产

0.4%)。瑞士信贷的主要问题在于目前管理不善→业务亏损→客户资本流出→出现流动性问题→业务进一步承压的恶性循环。**未来管理层是否有能力优化公司业务和治理，扭亏为盈，重新赢回客户的信任，从而带来更多的资产流入，将成为瑞信能否走出困境的关键。**

## 1.2 瑞信股价于 21 年开始跑输同行，内控经营问题由来已久

事实上，瑞信股价相比其他欧美银行股提前一年见顶，业绩频繁亏损、公司治理能力较差、盈利前景悲观是核心的“三宗罪”。瑞信财报恶化由来已久，截止 22Q4 已经连续 5 个季度持续亏损。不同于其他全球系统性重要银行的股价普遍于 2022 年年初俄乌冲突爆发后开始见顶走弱，瑞士信贷股价自 2021 年年初开始下跌，至今已经下跌 87.8%。2021 年表现明显弱于同行的原因是 2021 年 3 月 Archegos Capital 的爆仓导致瑞信亏损 47 亿美元；另外，同期英国一家供应链金融公司 Greensill Capital 破产，导致瑞信在 2021 年遭遇 20 亿美元的诉讼拨备和 20 亿美元的监管要求，持续的业绩亏损对股价形成较大冲击。

图 7：2022 年瑞信营收增速持续为负



资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

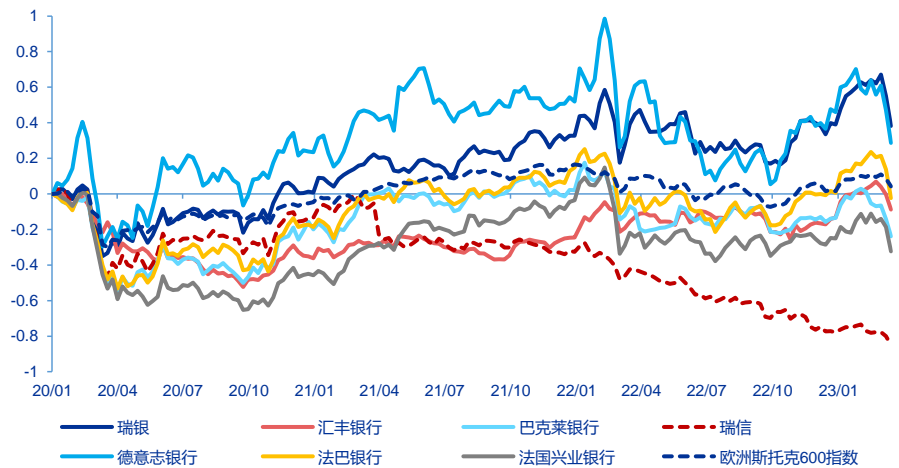
图 8：瑞信连续 5 个季度业绩亏损





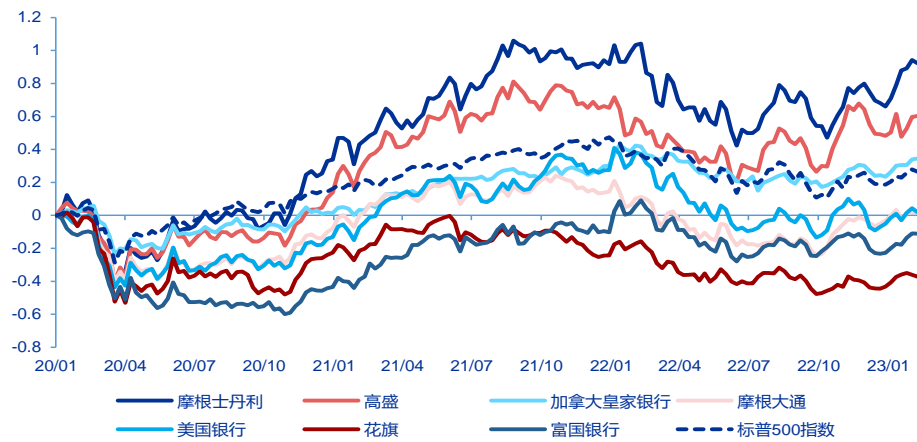
资料来源: 瑞士信贷财报、申万宏源研究

图 9: 瑞信股价早已提前一年跑输其他欧洲银行股



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 10: 美股银行股基本与标普 500 指数见顶时间相当



资料来源: Wind、申万宏源研究



## 2. 瑞信被瑞银收购，后续还有哪些风险值得关注？

### 2.1 作为系统性重要银行，瑞信业务亏损对资本市场冲击不小

瑞信作为全球系统性重要银行，具有跨国业务活动较为频繁、杠杆工具使用较大、与金融系统的其他银行关联度较高、金融机构基础设施作用较强、业务相对复杂的特点。BIS 对全球系统性银行进行了评估，分别对银行的跨国活动、敞口大小、相互关联性、可替代性、业务复杂度进行评分，每项再用可量化的细分指标加权后得出。例如跨国活动用该银行的跨国债务和债券进行量化，将跨国债务/统计样本中所有银行跨国债务之和，再乘 10,000 作为该项指标的评分，其他指标的评分的计算方法相同。综合而言，瑞士信贷的可替代性/金融机构基础设施评分较高；跨国活动，业务复杂度，相互关联性评分排名处于居中位置；用于杠杆的敞口大小较低，总体倒闭后带来的负面影响程度处于中等位置。若瑞信业务经营迟迟无法好转，对于资本市场的冲击相对较大。由于担心瑞信的“破产”风险，近期已经有部分重要银行开始缩减与瑞信的业务往来，以降低风险敞口。

图 11：BIS 对系统银行倒闭影响的评估

指标	衡量指标与银行倒闭造成后果的关联	细分指标	权重
跨国活动 (Cross-jurisdictional activity)	衡量全球业务的大小。全球影响力越大，问题越难协调，溢出效应越大	跨国债权	10%
		跨国债务	10%
敞口大小 (Size)	当银行倒闭或遇到困难时，用于杠杆的敞口越大，越难被其他银行接受	在巴塞尔协议Ⅲ中用于计算杠杆率的总敞口	20%
相互关联性 (Interconnectedness)	在金融系统中与其他银行越关联，越容易造成系统性影响	金融系统内总资产	6.67%
		金融系统内总负债	6.67%
		已发行证券	6.67%
可持续性/金融机构基础设施 (Substitutability/financial institution infrastructure)	可替代性越强，银行倒闭影响越小；银行基础设施建设越完善，银行客户重新寻找银行的成本越低	托管的资产	6.67%
		支付活动	6.67%
		债务和股票市场的承销交易	3.33%
		交易量	3.33%
业务复杂度 (Complexity)	业务越复杂，解决银行倒闭的成本越高	场外衍生品票面金额	6.67%
		第三级资产（最缺乏流动性、最难衡量价值的资产和债务）	6.67%
		交易和可供出售的证券	6.67%

资料来源：BIS，申万宏源研究

**图 12：在系统性重要银行中，瑞信对金融系统的影响排名居中**

指标	瑞士信贷评分	排名
跨国活动 (Cross-jurisdictional activity)	191	22/40
敞口大小 (Size)	88	34/40
相互关联性 (Interconnectedness)	153	26/40
可持续性/金融机构基础设施 (Substitutability/financial institution infrastructure)	229	10/40
业务复杂度 (Complexity)	180	20/40
<b>总评分</b>	<b>168</b>	<b>23/40</b>

资料来源：BIS，申万宏源研究

**图 13：BIS 对各系统性银行倒闭后影响程度的评分中，瑞士信贷排名居中**

	Overall	Size	Interconnectedness	Substitutability	Complexity	Cross-jurisdictional
JP Morgan (US)	447	414	436	500	492	390
HSBC (GB)	371	283	254	299	336	682
Citigroup (US)	367	269	244	500	344	480
BNP Paribas (FR)	345	277	301	226	317	603
Bank of America (US)	331	330	268	468	362	228
ICBC (CN)	293	530	394	191	218	132
Bank of China (CN)	293	403	390	197	214	259
Barclays (GB)	281	167	203	226	437	371
MUFG (JP)	269	311	227	179	268	361
Goldman Sachs (US)	266	172	215	252	436	258
Deutsche Bank (DE)	258	125	130	274	387	372
China Construction (CN)	224	451	215	192	202	59
Crédit Agricole (FR)	223	245	267	144	258	201
Morgan Stanley (US)	206	135	170	259	311	153
Agricultural Bank (CN)	203	435	251	164	126	39
Société Générale (FR)	201	150	222	123	275	238
UBS (CH)	198	99	247	201	190	255
Mizuho (JP)	181	197	150	185	174	198
SMFG (JP)	180	217	224	62	151	246
Santander (ES)	174	170	136	44	75	447
Wells Fargo (US)	172	210	165	224	209	53
RBC (CA)	172	136	155	173	151	243
<b>Credit Suisse (CH)</b>	<b>168</b>	<b>88</b>	<b>153</b>	<b>229</b>	<b>180</b>	<b>191</b>
BNY Mellon (US)	156	43	129	500	43	65
ING Bank (NL)	149	97	125	46	82	395
State Street (US)	146	30	108	500	27	66
Standard Chartered (GB)	142	88	133	77	122	288
BPCE (FR)	138	161	142	45	237	107
Toronto Dominion (CA)	137	133	86	87	115	263
BoComm (CN)	127	180	172	87	152	46
Unicredit (IT)	123	103	164	43	78	226
Nomura (JP)	105	42	64	111	209	99
Industrial Bank (CN)	104	144	197	90	76	12
CITIC (CN)	101	132	155	100	99	20
China Merchants (CN)	99	147	143	105	70	28
Intesa (IT)	98	116	144	29	108	90
Bank of Montreal (CA)	97	80	94	88	68	154
Shanghai Pudong (CN)	93	132	183	87	50	14

资料来源：瑞士信贷财报、申万宏源研究

**图 14：部分重要银行已经减少与瑞信的业务往来，以降低风险敞口**

银行	具体做法
德意志银行	削减瑞信的抵押品价值，例如瑞信债券价值
法国兴业银行	仍然持有与瑞信的交易头寸，但规模在近几周缩减了
汇丰银行	审查与瑞信相关的贷款，但还未削减头寸
法国巴黎银行	告知部分客户停止接受交易对手方为瑞信的衍生品合同转让

资料来源：路透社，申万宏源研究

## 2.2 瑞银迅速收购瑞信，高收益债的衍生风险值得关注

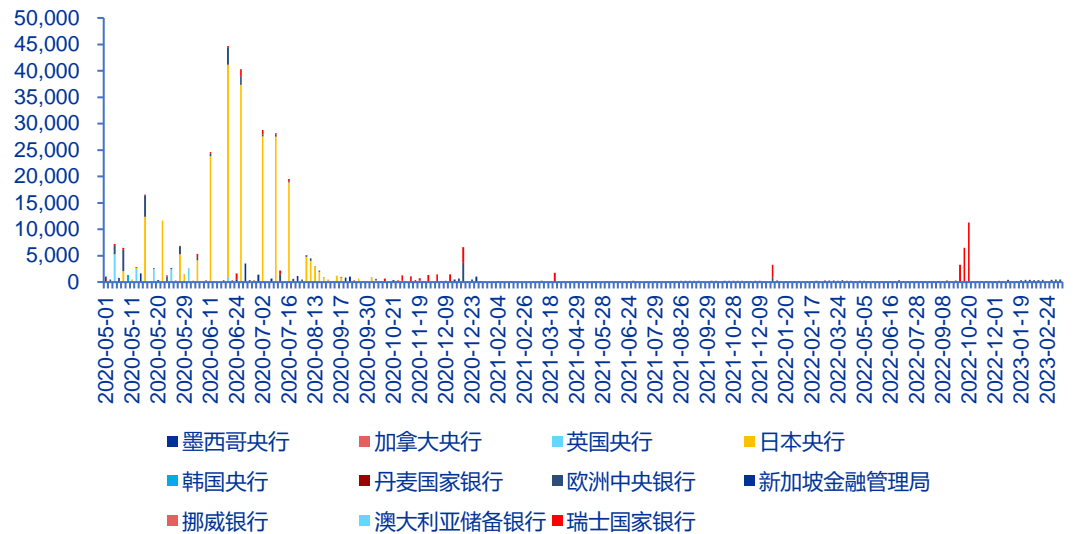
为防范金融风险的无序扩张，瑞士政府在周末紧急促成瑞银收购瑞信，并且由瑞士政府以及瑞士央行提供流动性兜底，同时美联储也提高了与海外央行进行美元资金互换的便利性。截止当地时间 2023 年 3 月 19 日，瑞士联邦政府 19 日宣布，瑞士信贷银行 (Credit Suisse) 被瑞银集团 (UBS) 以大约 30 亿瑞郎收购 (截止 2023 年 3 月 17 日，瑞信市值约为 74 亿瑞郎)，瑞信股东可以将 22.48 份瑞信股票交换 1 份瑞银股票。瑞士政府在本次收购中共提供约 250 (158+90) 亿瑞士法郎的保护和支持,包括 1) 将完全减记 158 亿瑞士法郎的瑞信 Additional Tier 1 (AT1) 债券, 从而增加核心资本; 2) 对于非核心资产的损失, 瑞士政府准备了 90 亿瑞士法郎, 但前 50 亿瑞士法郎的损失由瑞银自己承担。同时, 美联储宣布将提高与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行进行美元资金互换的频率, 从每周增加到每天, 为瑞士处置资产提供离岸美元流动性。

**图 15: 瑞银以 30 亿瑞郎全部收购瑞信, 无需征求股东同意, 交易由瑞士监管部门支持**

<b>Transaction structure</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- All-share merger</li> </ul>
<b>Consideration</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CHF 3bn, equal to CHF 0.76 per Credit Suisse share</li> <li>- Exchange ratio of 22.48 Credit Suisse shares for each UBS share</li> </ul>
<b>Approvals</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- No shareholders' approval required</li> <li>- Transaction fully supported by the Swiss authorities</li> <li>- Subject to regulatory approvals in jurisdictions outside Switzerland, working in partnership with the Swiss government and relevant regulators for an expedited timeline</li> </ul>
<b>Governance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Combined Group Chairman: Colm Kelleher</li> <li>- Combined Group CEO: Ralph Hamers</li> <li>- FINMA to provide UBS with supervision / oversight ability on Credit Suisse between announcement and closing</li> </ul>

资料来源: UBS, 申万宏源研究

图 16：全球央行与美联储的货币互换可体现离岸美元流动性的紧张程度，22 年 10 月瑞士央行曾加速使用货币互换工具，或与瑞士信贷彼时的“破产”风险有关（百万美元）



资料来源：美联储，申万宏源研究

对于银行业而言，本次收购后续如何处理瑞信的资产将对其他对手方带来一定不确定性，另外潜在的业务损失对于瑞银经营带来一定成本。根据瑞银的披露，一方面，净资产在收购后将会减少，但一级资本比率（CET1 Ratio）仍然会明显高于 13% 的目标值（2022Q4，瑞银一级资本比率为 14.2%）。另一方面，瑞银将对瑞信的业务进行缩减和整合，预计将瑞信的投行业务缩减至不超过加权风险资本的 25%，在整合过程中可能产生较大的成本。回顾金融危机期间的银行并购事件始末，宣布并购后仍然存在业务整合矛盾、业绩亏损对收购方的股价冲击等影响。2008 年 9 月美国银行宣布收购美林证券，随后美国银行业相对大盘依然持续下行。2009 年 1 月，美林披露最新季度的业绩继续亏损导致银行业股价进一步下挫。

对于资本市场而言，对 AT1 债券的完全减记不符合受偿顺序，相关债券持有人被迫承受了比股东更多的损失，或引发其他补充一级资本债券大面积的抛售。AT1（Additional Tier1），即补充一级资本金债券，是金融危机后欧洲推出的一种常见的或有可转换证券（Contingent Convertible Bonds，简称 CoCo Bonds）。从受偿顺序来看：AT1 债权人的受偿顺序优先于普通股股东，存款人 > 一般债权人 > 次级债等二级资本工具 > AT1 > 普通股股东。当一家银行的资本充足率低于预先设定的阈值，AT1 债权人面临减值或转股的风险。<sup>1</sup>由于承担更高的风险，AT1 的收益率往往高于较安全的债券。本次收购中，瑞士金融市场监管局（FINMA）将 AT1 先于普通股本完全减记，这直接引发了市场对 AT1 债券的抛售潮，以及持有相关银行

<sup>1</sup> 以下资料来自瑞信 COCO AT1 债券工具的说明。正常情况下，最低阈值为 CET1 比率低于 5.125%，当低于这个比率，触发转股或减记。The trigger for such conversion or write-down must include a CET1 ratio of at least 5.125% as well as trigger at the point of non-viability. 在特定情况下，FINMA（瑞士金融监管局）介入，可以直接完全减记，无视减记或转股的优先顺序。Furthermore, in the case of any such cancellation, FINMA may not be required to follow any order of priority, which means, among other things, that the Notes could be cancelled in whole or in part prior to the cancellation of any or all of CSG's equity capital.

公司股价。周一 (20230320) 亚太市场开盘期间, 对于 AT1 债券的抛售担忧, 银行股继续大幅下挫, 而欧洲市场开盘后, AT1 指数开盘下跌 17%。

图 17: 瑞信价值 158 亿的补充一级资本金债券被减记为 0

Loss protection

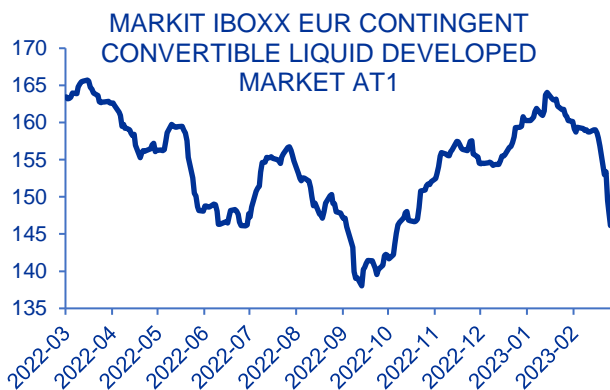
- CHF ~25bn of downside protection to support marks, purchase price adjustments and restructuring costs
  - CHF 15.8bn of Credit Suisse AT1 instruments written-off by FINMA
  - For non-core assets CHF 9bn protection from the Swiss authorities in case of losses extending beyond the first CHF 5bn which would be borne by UBS
- Benefit from RWA relief related to the above

Liquidity

- Very significant liquidity support provided by SNB

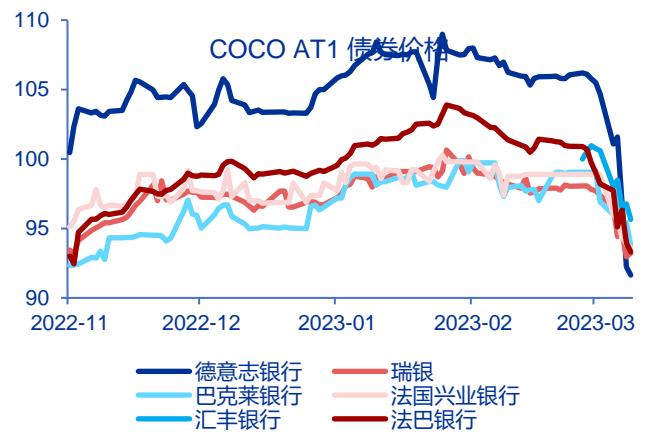
资料来源: UBS, 申万宏源研究

图 18: COCO 债券指数近期加速下跌



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 19: 欧洲各银行应急可转债 (COCO AT1) 价格近期加速下跌



资料来源: 法兰克福证交所, 申万宏源研究

图 20: 金融危机期间, 银行宣布并购后仍然存在业务整合矛盾等影响

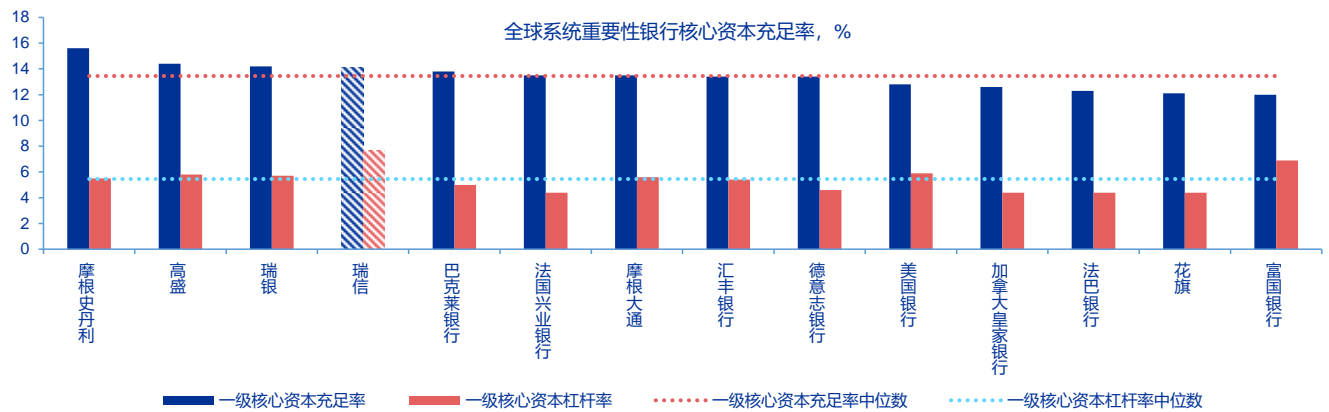


资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 2.3 金融风险或导致银行业信贷收缩，对欧洲经济形成反身性冲击

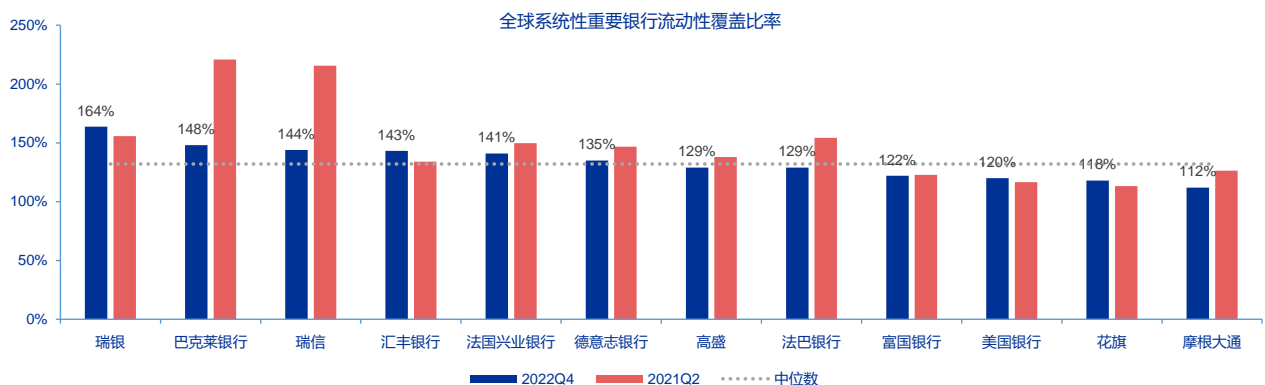
整体来看，欧洲银行资本抗风险能力弱于美国银行，而美国银行的流动性弱于欧洲银行，盈利能力普遍处于高位。欧洲银行的核心资本充足率普遍低于中位数，弱于美国的银行。德银、法巴、法兴的一级资本杠杆率分别为 4.6%、4.4%和 4.4%，低于欧美系统性重要银行中位数 5.6%，一级核心资本充足率分别为 13.4%、12.3%和 13.5%，低于中位数 13.5%。流动性方面，美国的银行表现不如欧洲银行，摩根大通、花旗、美国银行的流动性覆盖率 (liquidity coverage ratio) 分别为 112%、118%、120%，低于统计的中位数 132%的水平。盈利能力方面，欧美银行 ROE 普遍处于高位，部分有所回落。

图 21：与全球主要银行相比，瑞信的一级核心资本充足率为 14.1%，高于中位数水平



资料来源：Factset，申万宏源研究

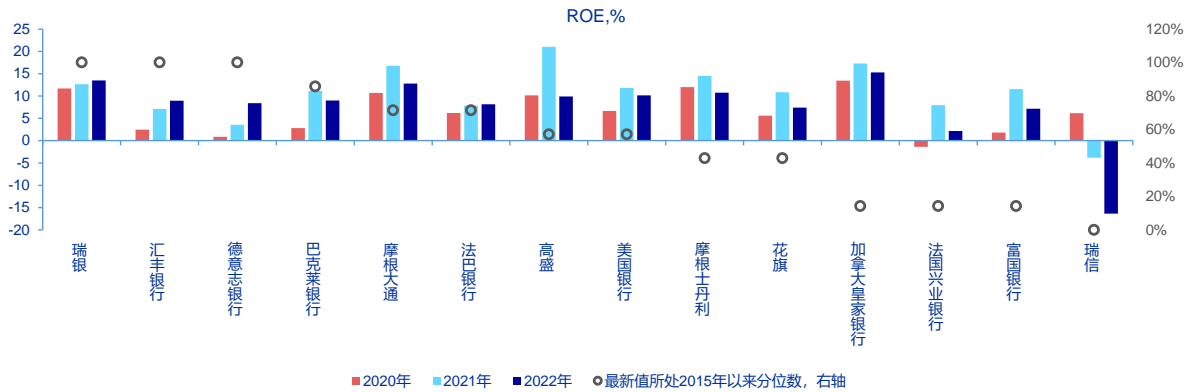
图 22：欧洲银行流动性覆盖率普遍较高，22 年相比于 21 年边际有所弱化



资料来源：瑞信、巴克莱银行等公司官网，申万宏源研究



图 23：除瑞信外，其他银行 ROE 水平相对健康，欧洲银行盈利能力普遍处于 2015 年以来高位

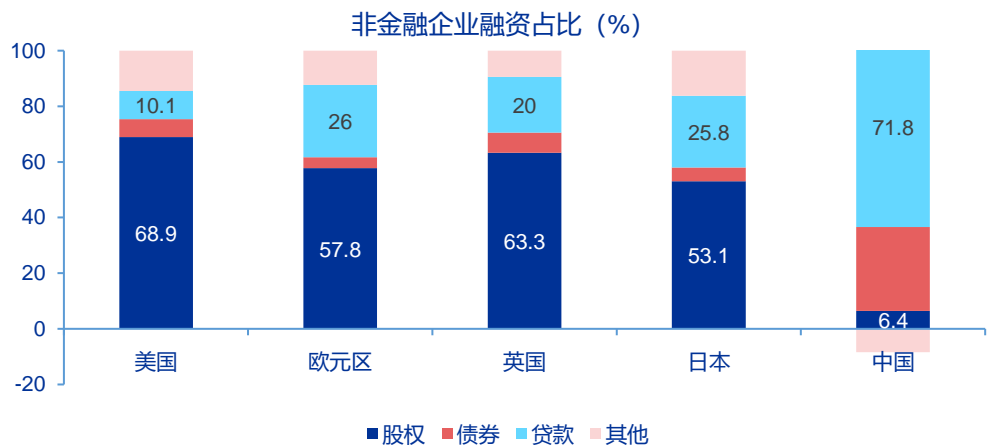


资料来源：Factset, 申万宏源研究

伴随着利率进一步走高，欧洲信贷增速开始高位回落。3 月议息会议上欧央行在如市场预期加息 50bp，短期仍以抗通胀为主要目标，但密切关注金融风险扩散的应对，未来货币政策决策将主要依赖于数据。可见欧洲通胀压力仍然较高，而欧洲经济需求尚未真正见底。从历史经验来看，加息的末期通常伴随着信贷增速的回落以及需求的下降。目前欧洲企业和居民信贷增速均处于历史相对高位，未来欧洲央行加息进程持续，信用周期收缩的进程可能才刚刚开始。

另外，银行业的金融风险或导致潜在的资产负债表收缩压力，这将限制银行业整体信贷能力，从而对主要依赖信贷融资的欧洲经济形成反身性冲击。在金融条件收紧过程中，瑞信资本流出压力较大，从而导致业务扩张能力受阻。由于欧洲银行贷款对于实体经济融资的重要性更强（欧洲非金融企业融资中，贷款占比为 26%），若银行业不良资产上升首先影响银行的利润，使得银行盈利能力下降，风险偏好下降。不良资产过多将占用资本金，从而限制欧洲银行的信贷能力，推升社会融资成本，对经济形成反身性冲击。

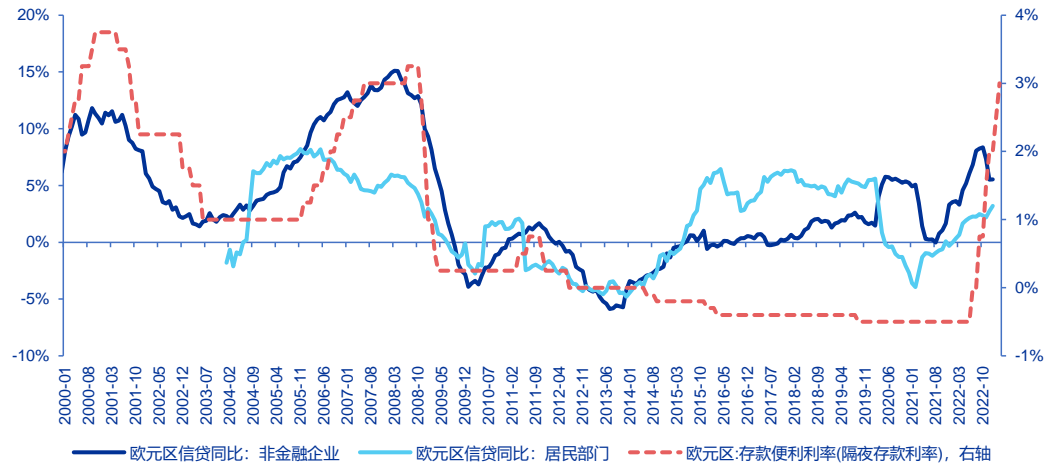
图 24：相比于美国，欧洲非金融企业融资贷款占比更高



资料来源：sifma, 申万宏源研究



图 25：欧洲非金融企业和家庭部门信贷增速开始见顶



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。