



## 近期銀行業危機與降低環球債券基金的風險

隨著最近的市場發展，本期通訊將會討論導致全球銀行業巨頭瑞士信貸和另外兩家美國區域性銀行倒閉的情況，以及它們對本公積金計劃的影響。此外，本公積金計劃已進行最新的投資評估，我們想藉此機會提供有關減低全球債券基金的風險的最新信息。

### 1. 銀行危機 - 矽谷銀行，Signature 銀行，瑞士信貸等倒閉

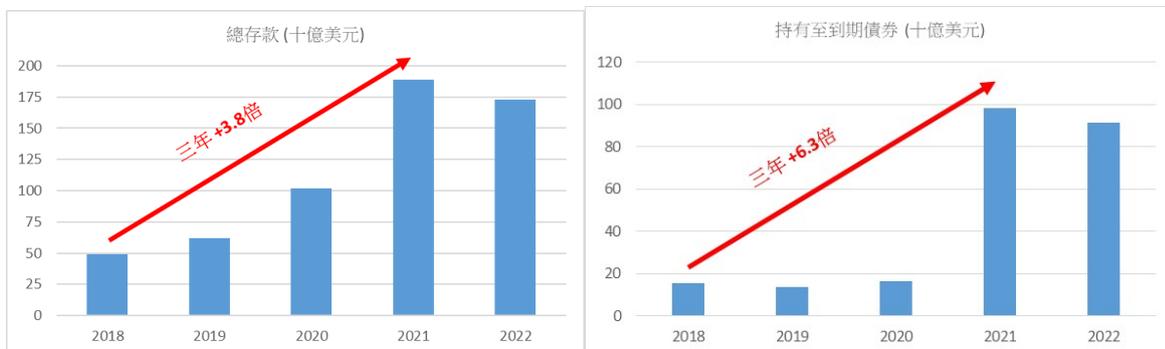
年初至今，全球市場仍處於波動，三月份也不例外。投資者繼續應對不確定性因素，包括的疲弱經濟前景和因通脹擔憂而帶來的加息風險。更甚的是，美國第 16 大銀行矽谷銀行（“SVB”）於 3 月 10 日被監管機構勒令關閉。而兩天後，監管機構還關閉了總部位於紐約的美國第 29 大銀行 Signature 銀行（“Signature”）。SVB 和 Signature 的倒閉引發了對美國區域性銀行穩定性的擔憂，而大型銀行則相對安然無恙。

雖然投資者認為以上危機僅限於美國區域性銀行，但接下來的周末卻見證了兩家瑞士銀行巨頭被“逼婚”。3 月 19 日，瑞銀（“UBS”）宣布將根據瑞士政府和監管機構促成的緊急交易，以 30 億瑞士法郎的股票收購瑞士信貸（“CS”）。

鑑於最近的事態發展，難免有些投資者聯想到這是否與 2008 年全球金融危機（“GFC”）相似。在某些程度上，最近的銀行危機和 GFC 有相似之處，因為甚多銀行倒閉了，但也存在明顯差異。例如，在 GFC 期間，銀行因按揭證券（“MBS”）貶值而倒閉，由於：1.) 寬鬆的放貸操作； 2.) 房產價格下跌； 3.) 越來越多的借款人無法償還貸款，以及其他各種因素。因此，許多 MBS 的估值崩潰並被視為次級抵押貸款，導致持有它們的金融機構遭受重大損失。

### 矽谷銀行

與許多在 GFC 期間倒閉或瀕臨倒閉的銀行不同，SVB 倒閉的主要原因不是次級資產。SVB 的情況與一般商業銀行有些不同，因為其大部分業務（即客戶存款）集中於北加州的某些行業 - 尤其是由風險投資基金投資的科技和醫療保健初創公司。雖然有人可能會爭辯說其他區域性銀行也有類似的集中度，但通常不會同時集中在高度動盪的行業和地區。在低利率環境下，由於初創公司有充足的資金流支持，因此 SVB 的客戶存款在 2022 年加息之前迅速地增加。



數據來源：醫院管理局公積金計劃辦公室，SVB 10-K 年報

隨著客戶存款不斷增加，SVB 將一大部分資金投資在持有至到期（“HTM”）債券，亦即是說 SVB 打算持有這些債券至到期 -- 這些債券是一般年期比較長的（即 10 年以上到期）。根據 SVB 的文



件，大部分 HTM 債券由美國政府發行 (>90%)，其餘為市政債券 (8%) 和公司債券 (1%)。儘管投資組合的違約風險很小 (主要由美國政府擔保)，但債券價值仍受利率波動等市場因素影響，而加息對 HTM 證券組合的估值產生了負面影響。

由於利率上升導致高增長企業在 2022 年不再被投資者追捧，初創公司亦難以籌集新資金，同時存款繼續被提取，導致 SVB 的存款下降。再者，SVB 投資組合裡有一大部分投資於較低固定利率的長期債券。隨著利率攀升，SVB 需要通過提供更高的利率來吸引客戶存款，但這舉動也壓縮了 SVB 的盈利能力。隨著情況的惡化，這加劇了存款客戶失去信心，特別是 SVB 存戶的平均存款很高，超過了聯邦存款保險公司 (“FDIC”) 的保障上限，最終加速提款，迫使 SVB 把可供出售和 HTM 證券投資組合以低價清創而損失慘重。

基於上述原因，SVB 的倒閉主要是由於其集中的客戶存款、不利的市場環境 (利率上升) 以及資產債務管理不善，而不是與次級抵押貸款相關的問題。

### Signature 銀行

與 SVB 一樣，Signature 也面臨著類似的資金壓力，並且大部分存戶的平均存款金額高於 FDIC 250,000 美元保障上限。除此之外，在 Signature 倒閉前一個多月，該銀行亦被指控為 FTX (一家經營加密貨幣交易所和加密對沖基金的公司) 的欺詐行為提供了實質性便利。

### 瑞士信貸

在 SVB 和 Signature 被關閉一周後，瑞銀 (“UBS”) 宣布收購陷入困境的另一瑞士銀行 -- 瑞士信貸 (“CS”)。由於風險管理問題 (例如向陷入財困的家族辦公室和供應鏈金融公司提供融資)，CS 在過去幾年一直面臨信心危機，導致數十億美元的虧損。其他問題包括洗黑錢指控和經常變動管理層。因此，CS 於 2023 年初宣布尋求融資增加流動資金以提升投資者信心。然而，到 3 月中旬，CS 的最大股東沙特國家銀行表示，由於監管限制，不會進一步向 CS 注資。這些負面因素，連同 SVB 和 Signature 的倒閉消息，導致 CS 的信用違約互換利差 (“CDS” -- 這是為債券違約提供保險的成本) 飆升至超過 GFC 時的水平。為了防止銀行倒閉和其對更大範圍的全球金融系統的潛在影響，瑞士政府和監管機構促成了 UBS 收購 CS 的交易。然而，作為交易的一部分，CS 的額外一級資本債券 (“AT1”) 被迫清空。

### 對本公積金計劃影響甚微

截至 2023 年 2 月底 (三家銀行倒閉之前)，本公積金計劃對 SVB、Signature 和 CS 的總投資 (即股票和債券) 大概佔 0.25%，其中大部分來自 CS 優先債券 (0.24%)。計劃辦公室已在事件發生後與相關資產管理人討論這些風險敞口。總括來說，相關資產管理公司將繼續持有這些優先債券直到收購交易完成，收購預計將在 2023 年第二季度或者第三季度左右完成，到時這些債券會由瑞銀承擔。

雖然我們對 CS 的 AT1 被清空和股票價值的大幅下跌感到失望，但我們注意到優先債券價格的反應有所不同，其價格達到年初至今的高位 (例如，2031 年到期的債券 -- 2022 年底的價格約為 78s，在 UBS 公佈收購前創下 63s 的歷史低點，至 2023 年 3 月底交易價格反彈至 88s)，因為投資者在 UBS 宣布收購後對 CS 的債務狀況感到樂觀。雖然主要評級機構維持 CS 信用評級不變，但標準普爾將 CS 信用評級展望定為 “CreditWatch Positive”，而穆迪則將 CS 信用評級展望定為 “Under review for upgrade”。關鍵原因之一是他們認為 CS 被財務更穩健的 UBS 收購應該會穩定 CS 的經營現況及其資金和流動性的需求，同時加強其治理和風險管理標準。



計劃辦公室將會繼續密切關注市場發展和公積金計劃對這些銀行的風險敞口。

## 2. 降低環球債券基金風險

計劃辦公室于 2022 年聘請了投資顧問協助檢討公積金計劃的投資策略。其中一項主要建議是降低環球債券基金（“GBF”）的風險水平，使其風險狀況更好地保持在保守基金（“CF”）和貨幣市場基金（“MMF”）的風險水平之間，與目前 CF 一樣，在 GBF 中將加入短期債券策略。公積金計劃的受託人委員會和投資委員會於 2023 年 3 月確認了此提議。

加入 1 至 3 年到期的短期債券策略，可以降低 GBF 的波動性，並增強其下跌保護。短期債券的波動性一般比較小，因為與中長期債券相比，它們更接近到期日，使其對利率的變化較不敏感。調整後，GBF 中長期債券策略、短期債券策略和另類投資策略的目標資產配置比例將分別為 61.7%、33.3% 和 5%。請注意，由於市場走勢、資產管理人的業績等因素，各種策略的實際配置會不時發生變化。

全球債券基金	比重
中/長期債券	61.7%
環球債券	55.1%
通貨膨脹率連結債券	3.3%
高收益債券	3.3%
短期債券	33.3%
另類投資	5%
<b>總計</b>	<b>100%</b>

雖然我們預計 GBF 將會呈現較低的波動性，但請注意，這不代表它是保本或保值的，GBF 仍會受到市場波動的影響而上落。

通過以上提供的更新資料和信息，我們希望它能幫助會員了解近期的市場發展、其對公積金計劃的影響以及 GBF 的配置改變。

醫院管理局公積金計劃辦公室  
二零二三年四月