

# 矽谷銀行破產後、聯準會動態 與美債專題研究

投資顧問部

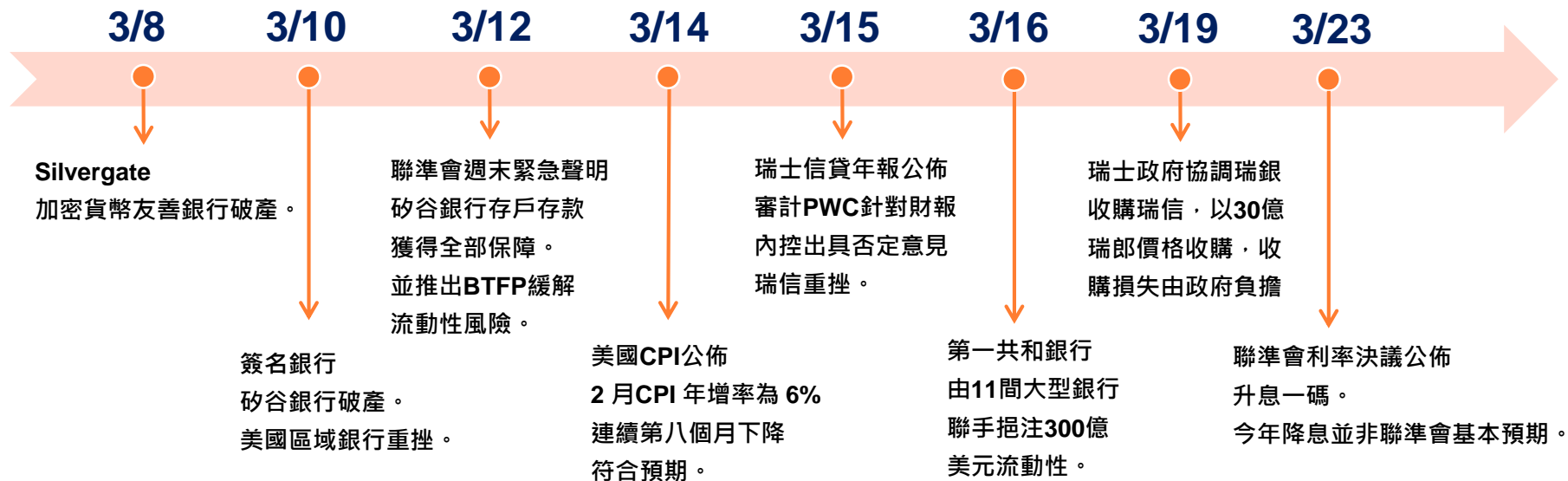
日期：2023.04.07

# 目錄

- 近期市場重大事件
- SVB事件始末與聯準會動態
- 2023年通膨、利率預估與可能變數
- 債市動態與展望

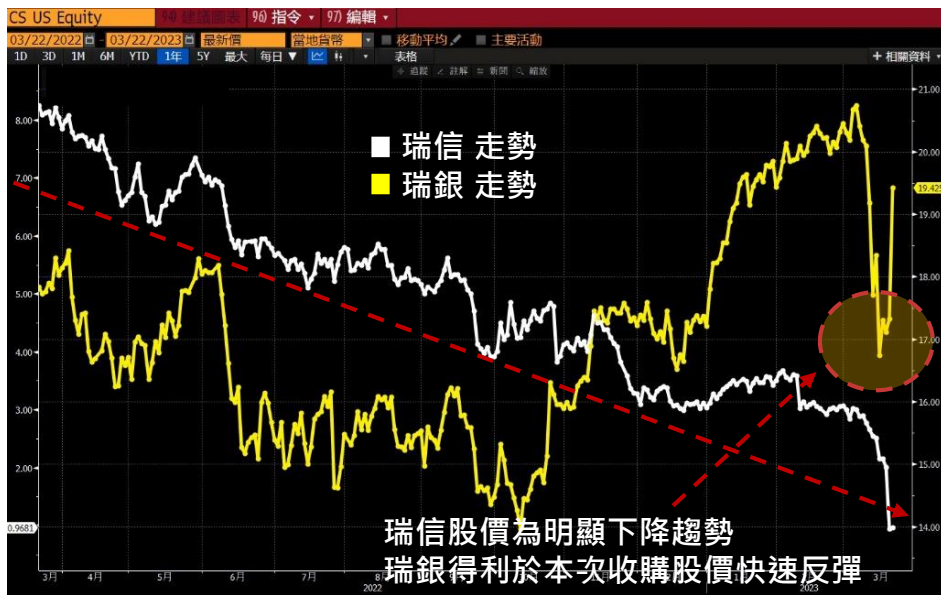
# 近期大事件時間軸

3/8-3/23



資料來源：統一期貨整理

# 瑞士信貸年報問題，導致瑞銀收購



資料來源：bloomberg

- ◆ 負責審計瑞信的會計事務所(PWC)普華永道，給予**內部控制”否定意見”，財報本身”無保留意見”**，表示管理層並未設置適當的內控，評估風險。
- ◆ 財報顯示，瑞信大量存款流出，且在**事件發生前，瑞信債券信評已為歐美大型銀行股中最低**，標普給予到**B等級評級（非投資級）**反應瑞信與其他大型銀行不同，也造成股價近年持續走弱。
- ◆ 最終由瑞士政府第一時間救火，由瑞銀UBS以30億瑞郎收購，擔保瑞信資產，且瑞央提供1,000億瑞郎的流動性支援，緩解市場信心危機。
- ◆ **瑞士央行表示，收購後瑞信危機已結束。**

# 矽谷銀行倒閉始末

- ❖ 事件背景：SVB 主要業務及客戶為科技、創投、醫療生技、新創型公司等，主要業務區域在矽谷，過去一年各產業低迷，營運不佳，部分**客戶將存款抽離補充營運資金**。
- ❖ 現金庫存水位不足 -> **被迫出售虧損債券投組** -> 虧損超過其股本，增資發行新股 -> 市場擔憂還款能力，**擠兌超過420億美元後破產**。

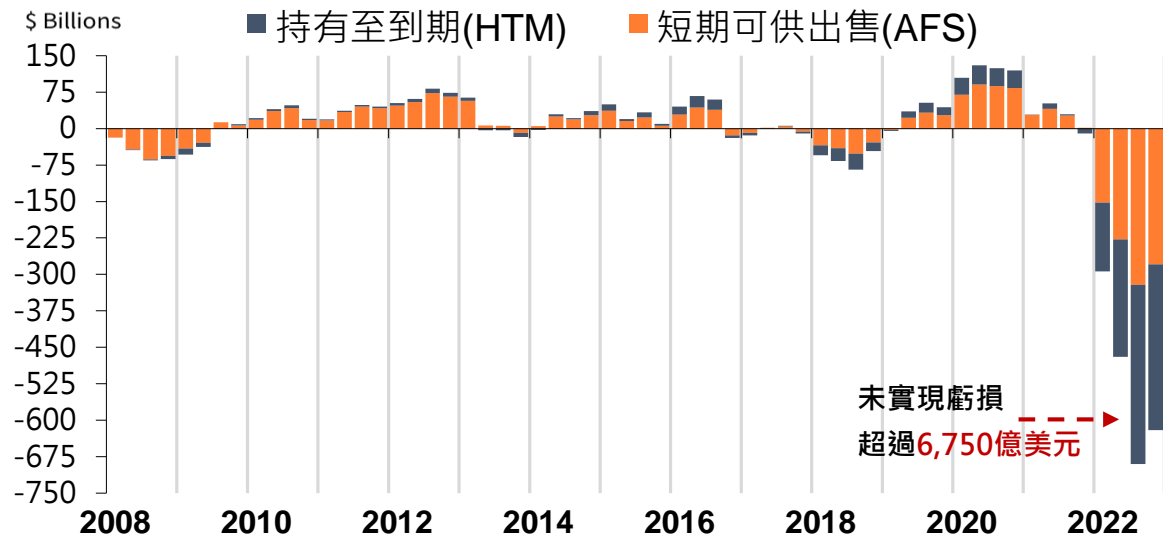
- ❖ 內部因素：客戶集中在高風險新創
- ❖ 外部因素：高利率造成新創企業籌資難度上升，抽離銀根。
- ❖ 結果：FDIC聯邦存款保險，**接管SVB**與聯準會共同發佈聲明穩定金融市場。

資料來源：bloomberg



# 銀行業帳上資產，未實現損失超越金融危機時機

## 銀行業未實現損失證券



- ◆ 美國整體銀行業受聯準會加速升息影響，出現債券帳面未實現損失。
- ◆ 此為SVB倒閉的起火點，也是當前各家區域銀行備受流動性質疑，陷入困境的主因。
- ◆ **AFS**：短期可供出售，通常做緊急流動性提取，不會出現在損益表上，而是累積多期後，進入資產負債表上的留存收益。
- ◆ **HTM**：一般不會買賣，因一旦賣出其損益認列於資產負債表上，無法承受巨額資產減損。

資料來源：FDIC、統一期貨整理

# 應對銀行業風險，聯準會資產負債表快速擴表



資料來源：FED、Bloomberg 更新於3/22

- ◆ SVB事件導致，多家區域銀行承受存戶擠兌壓力，只能向聯準會緊急貸款。
- ◆ 簡單來說就是央行借錢給銀行，可滿足銀行短期的流動性。
- ◆ 聯準會原有的短期貼現窗口（90天）貸出的資金出現創紀錄的1,528.5億美元，前一週為45.8億美元，週變動大幅上升。
- ◆ 該數據超越金融危機前的高點1,110億美元，整體借款上升3,541億美元，顯示銀行業近期流動性吃緊。
- ◆ 推出新工具(BFTP)來應對更長時間的抵押貼現使用，為期一年為限。

# 聯準會資產負債表細項，擴表集中在貸款給銀行

- 美銀行破產事件目前被侷限在中小型銀行，且受惠於監管機構明快決策，預估影響範圍與程度有限，**BTFP未來將滿足銀行業困境，解決本次問題。**
- BTFP 銀行定期融資計畫，由短期貼現借款逐步轉移至BTFP，銀行業借貸需求轉向長期借款。**
- 銀行抵押品可用：
  - 美國公債**
  - 機構債務
  - 抵押貸款支持證券(MBS)
- 貸款期限為一年
- 銀行可以借入與抵押品面值相等的資金，換句話說 FED不關注未實現損失。

標準看板	客製化看板	經濟報告	來源 聯準會				
範圍	2月	2023 - 3月	2023	轉換 數值 NSA			
頻率	每週						
	11 聯邦資產負債表(H.4.1)	12 備忘錄項目(H.4.1)	13 聯邦資產負債表(每日數據平均)(H.4.1)	14 到期分布(H.4.1)	15 4.信用額度	16 財務狀況報表	
	代碼	週 03/24 '23	週 03/17 '23	週 03/10 '23	週 03/03 '23	週 02/24 '23	
貸款							
主要信用	FARWOL Ind...	354191	318148	15209	15067	15363	
次級信用	FARWOL2C I...	110248	152853	4581	4362	4558	
季節性信用	FARWOLSC I...	0	0	0	0	0	
主要交易商信用額度(PDCF)	FARWPDCF I...	4	4	0	0	0	
貨幣市場共同基金流動性機制(MMLF)	FARWAML In...	--	--	--	--	--	
薪水保障計劃流動性機制(PPPLF)	FARWPPPL I...	10469	10549	10628	10705	10805	
Bank Term Funding Program (BTFP)	FARWBTFP I...	53669	11943	0	0	0	
其它信貸擔保	FARWOCE In...	179800	142800	0	0	0	
Maiden Lane LLC淨投資組合持有	FARWML Ind...	--	--	--	--	--	
商業本票融資機制II有限責任公司的淨投資組合持有	FARWCFP2 I...	--	--	--	--	--	
公司信貸額度有限責任公司	FARWMCCF I...	--	--	--	--	--	
中小企業放款計畫(MSLP)	FARWMSLP I...	22282	22261	22431	22408	22386	
市政流動性機制	FARWMLF In...	5599	5597	5594	5592	5589	
TALF II有限責任公司淨投資組合持有	FARWTAL2 I...	1944	1942	1941	1939	1953	
浮動	FARWFLOT In...	-272	-185	-771	-160	-297	
央行流動性交換	FARWCBL5 I...	587	472	411	419	393	
其它聯邦準備資產	FARWOFRA I...	38167	36119	33377	30062	32823	
外幣計價資產	FARWFCDA I...	18706	18418	18206	18406	18399	

資料來源：FED、bloomberg

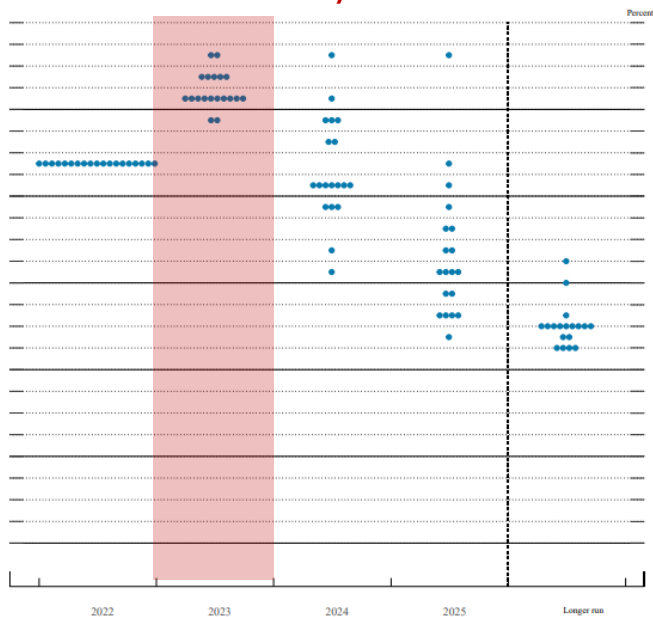


## 3/23 最新聯準會聲明與會後談話摘要

- ◆ 聯邦基準利率調升 1 碼，至 4.75%-5%。
- ◆ 重申 2% 通膨目標，並表明當前通膨仍偏高，仍需採行緊縮政策以抑制通膨。但同時表示關注當前經濟狀況，如有必要將調整做法。
- ◆ 明確表示今年降息並非聯準會的基本預測。
- ◆ 強調金融業健全且具有韌性，為因應近期破產事件，政府已提供充分流動性，預測可能只會造成溫和的影響。
- ◆ 認為矽谷銀行破產是一個例外，銀行系統不存在廣泛的弱點。
- ◆ 認為美國仍有機會實現軟著陸。
- ◆ 整體談話偏向鷹派。

# 聯準會點陣圖為官方預期

2022/12



2023/3



官員預測終點利率

5%-5.25%

2024年利率中位數為

4%-4.25%

預估2024年全年降息四碼  
點陣圖顯示沒有更加鷹派

票委人數減少一位

前聯準會副主席，布雷納德  
(較為鴿派立場)

前往白宮擔任經濟顧問。

資料來源：Fed

# 市場對於未來利率路徑更為樂觀

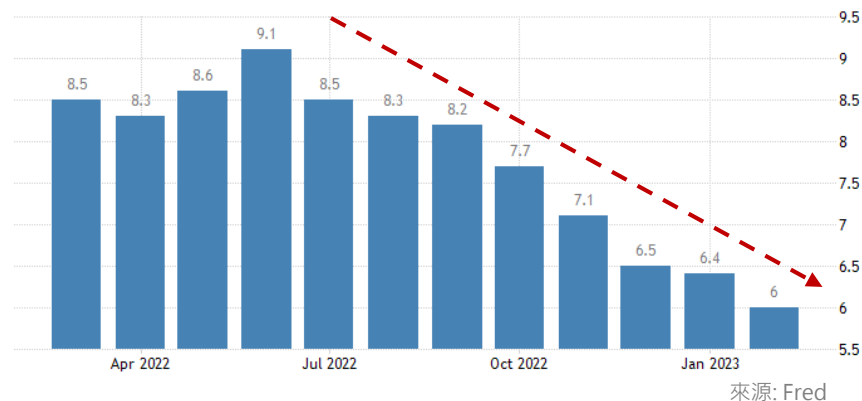
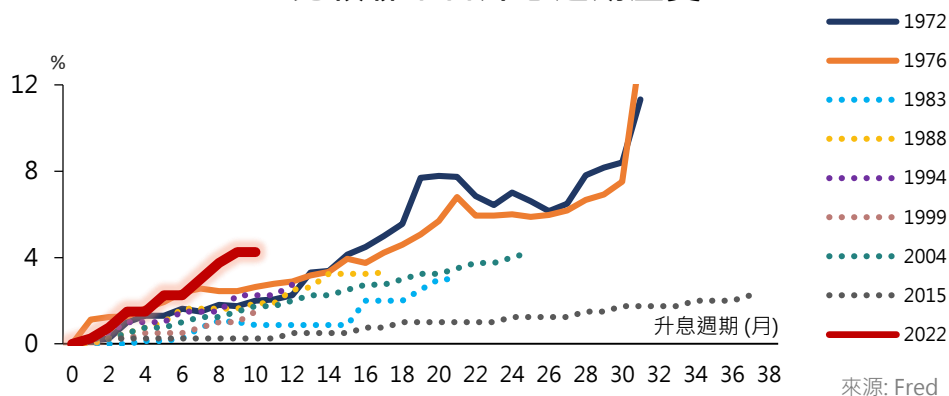
MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.1%	49.9%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.1%	50.0%	35.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	43.5%	38.5%	6.5%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	30.1%	40.6%	19.9%	2.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	17.5%	34.9%	31.1%	12.0%	1.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	13.4%	30.0%	32.2%	17.4%	4.5%	0.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	10.1%	25.0%	31.5%	21.8%	8.3%	1.6%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.0%	21.4%	30.0%	24.1%	11.6%	3.2%	0.5%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.8%	21.9%	29.6%	23.4%	11.1%	3.1%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.8%	4.9%	14.8%	25.4%	26.8%	17.8%	7.4%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.6%	4.2%	13.3%	23.8%	26.6%	19.2%	9.0%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.3%	2.4%	8.7%	18.5%	25.2%	22.9%	14.1%	5.9%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

- ◆ 根據FEW watch利率工具市場預期FED最快從年中就可能開始降息。
- ◆ 且降息達兩碼，明年降息四碼
- ◆ 顯示市場整體對債市看法更為樂觀。
- ◆ 也表示債市買盤持續增多
- ◆ 市場提前反應未來未等待真正降息到來。

# 聯準會最在意的數據，通膨

- ◆ 聯準會自去年3月起展開**歷史上最快速的升息周期**，目的為打擊通膨，預計本輪升息在通膨至目標區間前**不會過快降息**，但通膨下降後將視逐次會議調整。
- ◆ 聯準會果斷的態度也造成消費者通膨預期出現明顯回落，也意味將通膨預期自我實現的可能性扼殺在搖籃之中，**預期未來通膨將逐步下降**。

## 比較聯準會升息週期歷史



# 今年權重調整，房租影響力上升

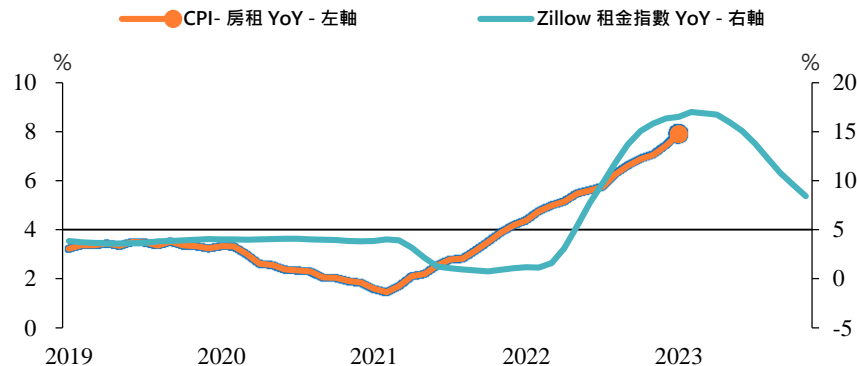
- ❖ 1月CPI年增率僅下降0.1%至6.4%，不如市場預估的6.2%。主要受**房租通膨持續走高**，加上權重調整後，**房租占比上升**，增加CPI產生上行壓力，而2月年增率為6%，符合預期。
- ❖ 房租通膨的衡量以舊有租約占7成左右，因此會滯後新租約的價格。據 BLS 研究CPI租金通膨大約滯後市場租金指數1年，按照該進度推估，**CPI 房租通膨大約在今年2、3月觸頂下彎**。因此**權重的上調在房租增速開始放緩時對通膨的回落較有利**。

美國消費者物價指數 CPI 熱力圖

23/01	23/02	權重變化 (%)	組成	YOY				MOM			
				23/02	23/01	22/12	22/11	23/02	23/01	22/12	22/11
100.0	100.0		CPI	5.99	6.35	6.44	7.14	0.37	0.52	0.13	0.21
13.5	13.5		食物	9.47	10.13	10.48	10.67	0.39	0.51	0.45	0.55
6.9	7.1		能源	4.96	8.40	7.12	13.15	-0.56	1.97	-3.06	-1.41
79.5	79.4		Core CPI	5.53	5.55	5.70	5.97	0.45	0.41	0.40	0.31
21.4	21.3		商品(扣除食物及能源)	0.96	1.29	2.18	3.74	-0.01	0.07	-0.13	-0.24
2.5	2.5		服飾	3.25	3.02	2.91	3.65	0.81	0.83	0.21	0.10
4.3	4.3		新車	5.83	5.78	5.89	7.20	0.18	0.23	0.58	0.47
2.7	2.6		二手車	-13.58	-11.62	-8.59	-3.13	-2.77	-1.94	-1.99	-1.99
1.5	1.5		醫療用品	3.19	3.39	3.21	3.13	0.15	1.06	0.11	0.19
0.8	0.8		酒精飲料	4.92	5.82	5.79	5.55	-0.28	0.41	0.65	0.64
0.5	0.5		菸草相關	6.69	6.26	5.47	6.33	1.01	0.67	-0.10	0.66
58.2	58.1		服務(扣除能源服務)	7.27	7.17	7.03	6.81	0.62	0.55	0.61	0.49
34.4	34.4		住宅	8.12	7.91	7.48	7.09	0.76	0.74	0.79	0.64
7.5	7.5		主要住宅租金	8.76	8.56	8.36	7.91	0.76	0.74	0.79	0.77
25.4	25.4		自有房屋計算租金	8.01	7.76	7.53	7.13	0.70	0.67	0.79	0.65
6.7	6.6		醫療服務	2.15	2.99	4.17	4.40	-0.70	-0.68	0.30	-0.49
5.8	5.8		運輸服務	14.57	14.57	14.38	14.27	1.14	0.85	0.63	0.33
1.1	1.1		車輛保養及維修	12.52	14.24	13.02	11.73	0.21	1.31	1.04	1.28
0.6	0.6		航空運輸	26.54	25.56	29.14	35.90	6.38	-2.15	-2.05	-1.63

資料來源：FRED, U.S. Bureau of Labor Statistics, 統一期貨整理。  
備註：Seasonally Adjusted。

市場租金指數領先12個月



來源: Fred, Apartment List, Zillow

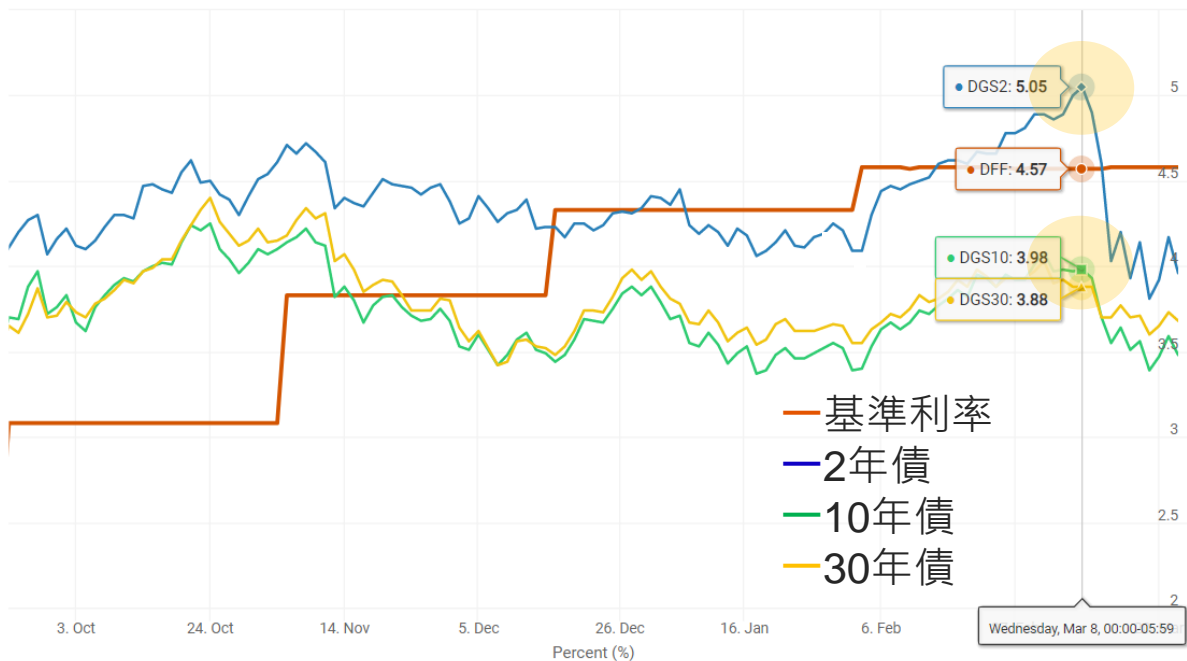
# SVB事件後，債券殖利率改變，債券持續走強

美國聯邦基準利率與各年期債權殖利率走勢圖

Source: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, FRED

Zoom 1m 3m 6m YTD 1y All

Sep 22, 2022 → Mar 22, 2023



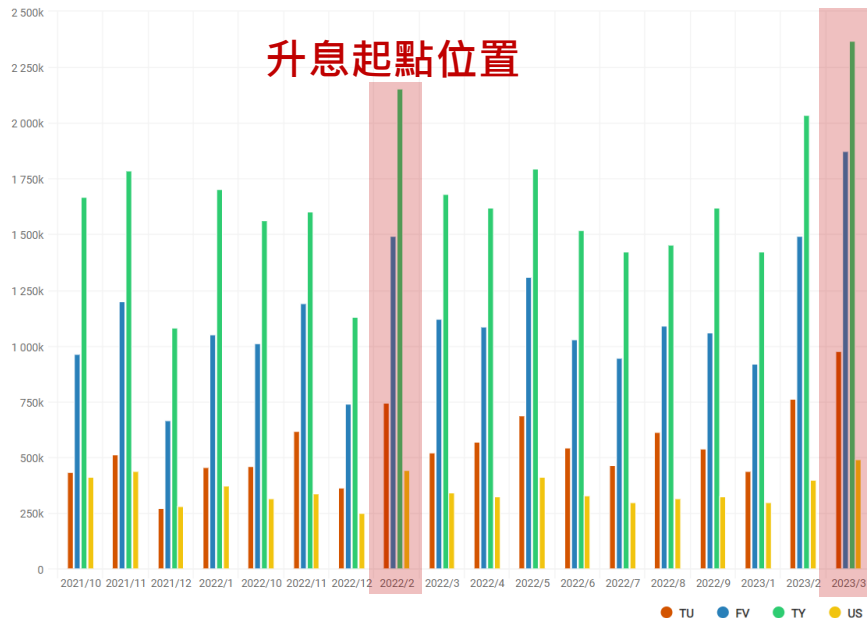
資料來源：統一期貨統計

- ◆ **SVB事件導致債券出現避險需求。**
- ◆ 不同期限債券殖利率同步創下近十年新高後，**出現明顯轉折。**
- ◆ **儘管聯準會談話偏鷹，債券價格仍上漲市場仍領先反應未來。**
- ◆ 由於2024年聯準會官方預期為降息四碼(1%)  
2025年如再降四碼  
債券長線發展較為樂觀。

# 各年期美債期貨交易量

各年期美債合約合約月均量

Source: CME



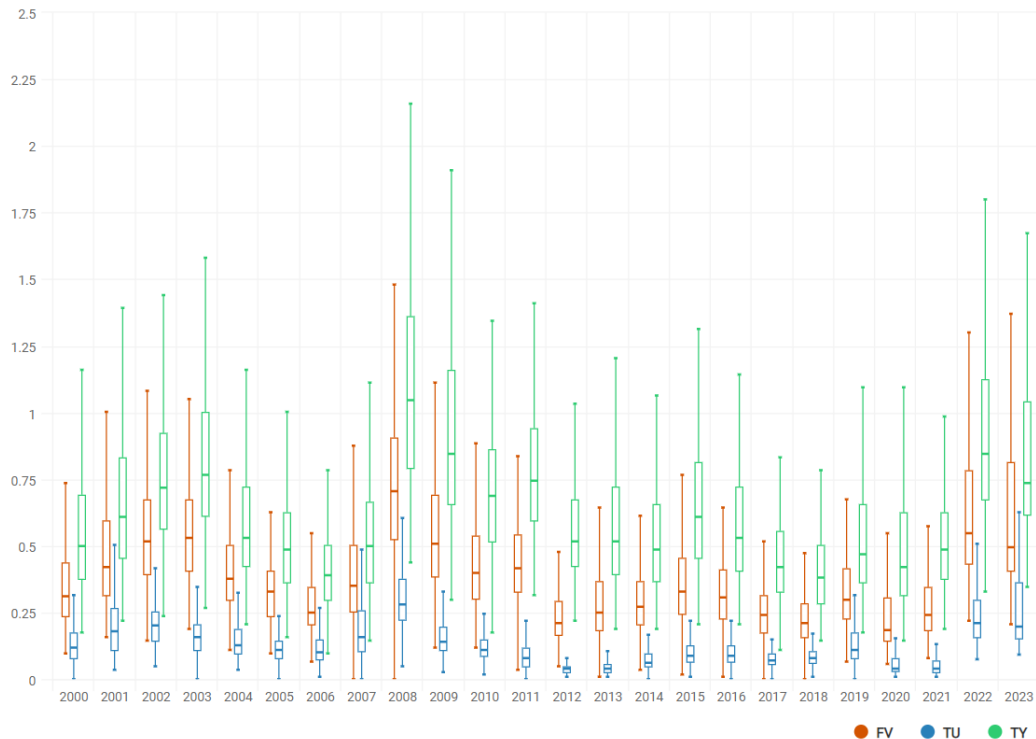
資料來源：CME、統一期貨整理

- ◆ 近期美債交易量持續放大，三月份各年期月均量為升息循環起點後，兩年來**單月最大**。
- ◆ 顯示在即將進入升息循環尾聲下，機構持續於債市佈局，以**應對可能到來的終點利率**。
- ◆ 交易量於**價格底部放量**，也顯示未來行情波動出現轉折的可能性放大。

# 各年期美債高低點差

美國兩年債(TU)、五年債(FV)、十年債(TY) 期貨 - 高低點點差

當日High - 當日Low (圖形上剔除極端值)



- ◆ 近兩年各年期美債期貨高低點差較往年放大。
- ◆ 顯示自聯準會升息以來，債券交易熱絡且波動程度上升。
- ◆ 後續留意債市常態波動加大風險與其衍生之交易機會。



# 總結

- ❖ 銀行業風險已達階段性控制，預期未來風險外溢可控，不至擴大為系統性危機。
- ❖ FED新政策工具BTFP，將為市場提供流動性，避免信貸緊縮風險。
- ❖ 通膨持續緩降，五月後FED將達終端利率，預期升息空間有限。
- ❖ 聯準會利率路徑明確，表明本年度降息非基本預期
- ❖ 聯準會表示未來貨幣政策將於利率決議逐次決定，並視數據做出調整。
- ❖ 留意債券變動，逐步出現殖利率轉向跡象。
- ❖ 債券交易量放大，市場提前反應未來降息預期。

# 相關商品

相關商品			
交易所	商品	原始保證金	跳動值
芝加哥CBOT交易所	美國二年債(TU)	1,540 USD	0.125/32點 =7.8125美元
	美國五年債(FV)	1,870 USD	0.25/32點 =7.8125美元
	美國十年債(TY)	2,475 USD	0.5/32點 =15.625美元

# 免責宣言

- ◆ 期貨及選擇權交易財務槓桿高，交易人請慎重考量自身財務能力，並特別留意控管個人部位及投資風險。
- ◆ 投資人仍應獨立判斷及行使交易決定，所有交易衍生之風險及利益，由投資人自行負擔與享有。
- ◆ 本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- ◆ 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。
- ◆ 本研究報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- ◆ 本研究報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

# 統一期貨各據點資訊

台北總公司 電話：(02)2748-8338 地址：台北市東興路8號B1之1	110年金管期總字第002號
台中分公司 電話：(04)2202-5006 地址：台中市進化北路369號5樓	102年金管期分字第012號
台南分公司 電話：(06)208-2088 地址：台南市開元路280號6樓	100年金管期分字第002號
高雄分公司 電話：(07)222-2788 地址：高雄市中正三路55號13樓之1	104年金管期分字第005號



**統一期貨股份有限公司**  
PRESIDENT FUTURES CORPORATION LIMITED