



# 從矽谷銀行到瑞士信貸事件--如何善用期貨避險

上海商業儲蓄銀行 財務金融事業部◎謝哲弘、楊政翰

今年3月以來，美國區域銀行接連出現倒閉，民眾將大量存款自中小銀行轉往大型金融機構，因此造成銀行間的流動性緊張。與此同時，投資人對於金融體系的擔憂也延燒到全球系統性重要銀行瑞士信貸，因其最大股東沙烏地國家銀行表示無法再提供更多的財務支持，進而產生信心危機。由於矽谷銀行存款來源與資金運用上都較獨特，類似之小型區域金融機構都可能面臨同樣壓力；此外，瑞士信貸的信心危機倘若擴散可能會演變為另一個金融危機，需要主管機關第一時間的積極作為，以發揮其影響力來穩定市場。本文藉由分析矽谷銀行和瑞士信貸事件始末（第I和第II部分），搭配期貨避險工具的介紹（第III部分），希望提供讀者另一個視角來理解事件的來龍去脈，及分享若是處在風暴的當下該如何使用期貨工具來對沖風險。

## I. 矽谷銀行倒閉事件始末及原因

位於美國加州聖克拉拉市的矽谷銀行，是一家成立於1983年的商業銀行，該銀行專為新創科技公司提供融資。在後疫情時代的貨幣寬鬆下，創投資金向新創科技公司注入

大量資本，而這些資本被存入矽谷銀行，導致矽谷銀行存款激增，根據矽谷銀行財報，從2019年到2021年，存款總額由618億成長至1,892億美元，也躍身成為全美前二十大銀行。面對負債端資金大量流入，矽谷銀行選擇投資於美國政府公債和政府擔保的不動產抵押貸款證券（MBS），並非將資金用於一般商業銀行的主營業務貸款上。為了增加淨息差，矽谷銀行的投資部位大多是長期的、固定利率的債券。2019年到2021年這段期間，矽谷銀行短期及長期投資部位由291億增加至1,280億，2021年短期及長期投資部位佔總資產約60.6%；相較於短期及長期投資部位，矽谷銀行的現金及約當現金部位由68億增長至146億，佔總資產僅6.9%。

矽谷銀行的短期及長期投資部位大多是以備供出售（AFS）和持有至到期（HTM）來做會計處理，截至2021年底分別各佔總資產14.1%和46.5%。以備供出售和持有至到期來做會計處理的好處是：資產的市值波動不會馬上反映在損益上，頂多影響其他綜合損益（OCI）的未實現損益。不過，作為備供出售和持有至到期的部位一旦被迫出售，就需要在當期確認損益。2022年開始，美聯儲



## Cover Story

(FED) 因應通膨壓力而快速升息，矽谷銀行並未對債券投資部位進行利率避險，而這樣的情況原先並不影響當期損益，因為大多屬於都持有至到期和未實現損失。然而，隨著升息導致流動性趨緊，矽谷銀行主要存戶因難以獲得新的創投資金，也開始出現存款外流。為滿足存款提領，矽谷銀行不得不變現其210億美元的備供出售部位，此舉將實現18億美元的損失。

3月9日矽谷銀行宣布計劃發行普通股和可轉換特別股，希望能籌得22.5億美元的資本，以填補出售資產所造成的缺口。爾後矽谷銀行的股價繼續承壓且增資失敗，醞釀了資本市場的信任危機，最初的存款走動很快變成了存款擠兌。最終導致3月10日矽谷銀行宣布倒閉並遭美國聯邦存款保險公司(FDIC)接管，3月12日美國財政部、聯準會和美國聯邦存款保險公司發表聯合聲明，承諾全額保障存戶存款，且不會由納稅人承擔相關損失，以避免危機擴大。

### II. 瑞士信貸事件始末及原因

2023年3月對銀行的投資人來說是相當煎熬的一段期間，美國矽谷銀行(SVB)和Signature Bank相繼倒閉，美國私營部門對First Republic的出手援助，以及競爭對手瑞士銀行(UBS)對瑞士信貸的收購。然而，瑞士信貸(CS)事件與美國區域銀行危機截然不同。作為30家「全球系統性銀行」之一，瑞士信貸倒閉背後的原因以及瑞士主管當局的接管機制對資本市場產生巨大影響。2021-22年瑞士信貸在經歷了Greensil(損失

30億美元)、Archegos(損失55億美元)等事件，導致獲利虧損、資金及存款外流，直至去年12月增發1,640萬股，成功集資約40億瑞士法郎(約43億美元)，亦提升其核心一級資本比率(CET1)1.4個百分點，參與增資最大投資人沙烏地國家銀行(SNB)取得9.9%，成為第一大股東。

引發危機的關鍵包括今年3月發生的一連串事件：3月14日公布財報出現重大缺陷，3月15日第一大股東沙烏地國家銀行公開表示因法規限制無法增持超過10%，無法獲得最大股東進一步支持的訊息瞬間引爆市場對瑞士信貸財務及流動性的擔憂。3月16日瑞士央行與金融監理機構FINMA發佈聲明，承諾在必要時為瑞士信貸提供流動性，也表示其資本和流動性符合監管要求。瑞士信貸隨後宣布將從瑞士央行借出540億美元的資金，也宣布將現金回購30億美元的優先無擔債券，以穩定市場情緒。然而，瑞士央行所提供的540億美元緊急救助未能恢復投資者對瑞士信貸的信心，最終導致瑞士信貸被瑞士銀行收購。

3月19日在瑞士財政部、瑞士央行及金融監理機構FINMA的共同干預下，宣布瑞銀集團(UBS)將以32.5億美元，收購瑞士信貸(CS)，相當於每股0.76瑞士法郎，以「全股交易」方式進行合併。雖已連續6季虧損，但CS各項監理資本及流動性比率皆符合監理規範，財務面立即違約風險仍低；惟考量其面臨市場信心危機及瑞士信貸未來仍可能面臨流動性風險，故監理機關必須採取行動以避免引發全球金融危機。FINMA同時宣布，在政府提供明顯的財務支援下，瑞士信



## 瑞士信貸事件發展始末

3月8日	瑞士信貸宣布推遲發布其年度報告，SEC 質疑其對 2019 年和 2020 年的現金流量表修改及相關操弄。
3月14日	年度報告已發布，但該銀行承認財務方面存在「重大缺陷」並宣布終止董事會獎金。此時的市場已經為矽谷銀行相關消息而苦苦掙扎。
3月15日	沙烏地國家銀行主席在被問及是否向瑞士信貸提供額外的財務支持時回答「絕對不會」。此言論引發了恐慌性拋售，導致其股價下跌 24%。
3月16日	瑞士央行宣布對瑞士信貸提供 500 億瑞郎的流動性支持。
3月17日	媒體報導瑞士信貸每天流出超過 100 億瑞郎
3月18日	瑞士央行與金融監理機構 FINMA 正在促成瑞銀的收購
3月19日	瑞銀同意以 30 億瑞郎的股票收購瑞士信貸，並同意承擔高達 50 億瑞郎的資產損失。170 億美元的額外一級資本債（AT1）將全數減計將作為其交易條件之一。

貸在外流通約170億美元面額的額外一級資本（AT1）債券帳面價值須全面減計至零。

瑞士信貸的額外一級資本（AT1）債券含有PONV條款，規定在銀行無法繼續經營（Point Of Non-Viability）或需要監管機構出手救助時，含有此條款的債券就要被減計，以確保納稅人不會優先於投資者承擔損失。

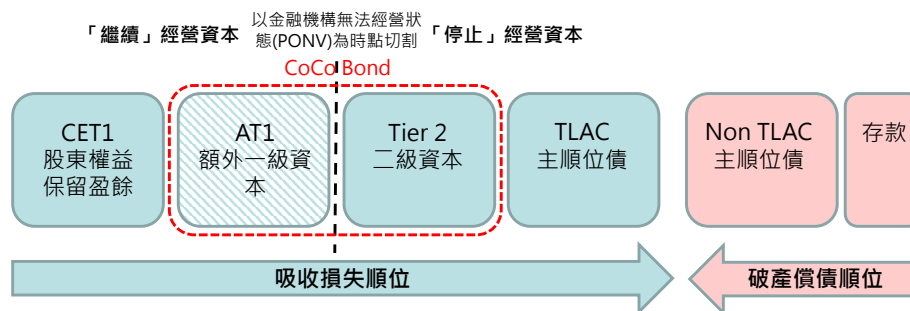
### III. 期貨避險工具介紹

從矽谷銀行倒閉到瑞士信貸被收購，過程中市場恐慌情緒蔓延，深怕2008年的雷曼事件重演。然而全球期貨市場有豐沛的工具能用來規避風險，此時若能善用期貨工具進行避險，必能更加有效的守護手邊資產價值。以下介紹幾個法人常用來進行避險的期

貨類商品供讀者參考。

一、**股價指數期貨暨選擇權、股票期貨暨選擇權**：若預期股票市場將遭遇系統性風險而下跌，則可放空股票指數期貨進行避險，例如放空臺灣期交所的臺股期貨（期貨代碼TX）。此外，選擇權亦是法人常使用的工具，例如買入臺指賣權（期貨代碼TXO），買進賣權進行避險的好處是僅需付出權利金，這就如同付保險費幫手邊股票萬一下跌買保險，倘若之後市場行情不跌反漲，操作賣權的最大避險損失也僅限制在權利金本身。若預期單一個股將下跌，也可放空該個股的股票期貨或買入該個股的股票賣權進行避險。

二、**波動率指數期貨**：芝加哥選擇權交易所交易所（CBOE）波動率指數（VIX）





## Cover Story

期貨（期貨代碼VXM）將追蹤VIX的水準。該期貨提供單純的隱含波動率操作，而不論股票價格的方向及水準。VIX為根據標準普爾500指數選擇權之即時價格進行計算，並旨在反映投資人對未來（30日）預期股票市場波動率的綜合看法。實務上市場若有恐慌性大幅下跌則VIX將會急漲，因此若預期美股將因系統性風險而恐慌下跌，則可買入VIX期貨進行避險。

**三、公債期貨：**若預期市場會有系統性風險，則錢會往優質資產流動（fly to quality），此時美國公債便時常扮演此類避風港的角色，這時候就可買入美國公債期貨進行避險。而金融機構若擁有大量固定收益資產，若預期市場利率將走升導致其固定收益資產下跌，如同SVB所遭遇過的情境，則可放空公債期貨進行避險。近兩年因應高通膨，美國聯儲進行大碼加息，導致美元的固定收益資產大跌，法人會放空美國公債期貨替手邊的美元固定收益資產進行避險，常用的是芝加哥期貨交易所（CBOT）交易的二年美國公債期貨（期貨代碼TU）、五年美國公債期貨（期貨代碼FV）、及十年美國公債期貨（期貨代碼TY）等。

操作美國公債期貨要留意以下幾點：

**（一）、到期年限：**選擇靠近手邊美元固定收益資產到期年限的美國公債期貨，美國公債期貨所表彰的現貨到期年限取決於其最廉交割（CTD, cheapest to deliver）公債現貨，目前十年美國公債期貨（期貨代碼TY）所表彰的CTD現貨到期年限約為7年左右，有關各美國公債期貨契約所表彰的CTD公債

現貨的品種及到期年限可由彭博終端查詢。

**（二）、避險口數：**查出手邊美元固定收益資產的DVO1（dollar value of 1 basis point），然後除以每口美國公債期貨的DVO1，即可得出避險所需的期貨口數。

**（三）、避險口數再平衡：**若進場後市場公債殖利率有大幅度變動（20 basis points以上）則建議重新查詢DVO1並重新計算避險口數以進行避險口數的再平衡（rebalance），有關DVO1的數值皆可由彭博終端查詢。

**（四）、期貨到期前要記得平倉或轉倉：**美國公債期貨採實物交割，由於一般來說臺灣的交易人不會參與實物交割，故實務上要留意最晚在期貨契約快到期前的第一通知日前幾天就進行平倉或轉倉，屆時若忘記平倉臺灣期貨商亦會代為強制沖銷平倉，這部分要留意期貨商所發布的通知。

**四、黃金期貨：**影響黃金價格主要因素請參考下表。

金融面	實質面
美元強弱	各國央行儲備需求
實質利率高低	開採量
恐慌情緒高低	工業及消費需求

若交易人預期市場將有恐慌，則可買入黃金期貨進行避險，一般常用的為紐約商業交易所（NYMEX）的黃金期貨（期貨代碼GC）或微型黃金期貨（期貨代碼MGC）。

最後，我們很高興看到期貨公會及期貨產業共同努力推廣專業的避險觀念，讓大眾更加認識期貨的好處。相信若能妥善運用期貨工具進行避險，將能進一步增進資產管理的整體效益。

