

歐洲銀行—俄羅斯是關於股票的故事，而非信用風險

儘管地緣政治的不確定性和對俄羅斯前所未制裁的擔憂持續存在，但歐洲銀行業仍在繼續前進。在我們看來，對俄羅斯的曝險相對有限，自2014年以來，銀行在俄羅斯放貸的意願已大幅下降。即使發生極端事件—銀行在俄羅斯的曝險完全消失—個別銀行的償付能力水平仍將下降。沒有受到威脅，超額資本可能會保持強勁。隨著監管機構和監管機構密切關注銀行，受影響的發行人對股東配息基調已開始轉向保守，似乎強化股東受到打擊的說法，而額外一級資本(AT1)的票息只有在資本比率低於要求時才會受到影響。銀行的次順位債可能會提供具吸引力的估值，投資者受益於較易回復產業的高利差，並具有潛在的價格上漲空間。

歐洲銀行對俄羅斯的曝險在2014年制裁後已大幅減少

全球銀行對俄羅斯的總體曝險僅為1,210億美元，其中歐洲銀行約為800億美元—在歐洲銀行業約50兆歐元資產的背景下並不重要。自2014年吞併克里米亞以來，此一數字已急劇下降50%以上，從2,560億美元降至1,210億美元，制裁一直是銀行不願向俄羅斯個人和實體提供貸款的關鍵因素。因此，即使在極端情景中，也反映歐洲銀行以及俄羅斯和歐洲銀行系統邊際相互聯繫的風險偏低，潛在的傳染效應也很遙遠。

歐洲銀行的曝險來自俄羅斯當地銀行的股份和境外貸款

歐洲銀行對俄羅斯的曝險大致分為兩類，一種是通過當地銀行子公司進行的境內曝險，另一種是在銀行總部登記的境外曝險。

銀行的境內曝險由母公司持有股權的當地(俄羅斯)子公司持有，該銀行最終只是俄羅斯實體的股東，最大損失僅限於銀行的股權投資(加上任何潛在的集團內部資金)。為了觸發銀行股權的全面減記，徵收(被剝奪所有權)或母公司離開其子公司(由於當地實體破產或政治壓力迫使)的情況需實際發生。

重要的是要強調俄羅斯子公司的高獲利能力，例如Raiffeisen Bank International過去五年在俄羅斯的股東權益回報率持續超過20%，2014年甚至達到18%。高獲利能力等同於

高吸收損失的能力，可以緩解當前的情況。

境外曝險是由母公司(跨境)直接持有的曝險部位，通常是批發銀行業務，可能包括貸款、擔保、承諾的信貸便利、衍生品等。在這種情況下，銀行的最終損失是對俄羅斯交易對手的全部曝險金額，不包括任何抵押品或擔保。境外風險顯然更成問題，因為在最壞的情況下，母公司可以承擔全部損失，而不是減記當地子公司的股權，股權將是貸款或其他風險的一小部分。

俄羅斯的曝險顯示歐洲銀行系統沒有個別脆弱性

儘管歐洲銀行總體上對俄羅斯的曝險有限，但相關的問題為是否有任何異常正在運行過大的俄羅斯風險，而少數歐洲銀行對俄羅斯(包括境內和境外)有重大曝險部位。

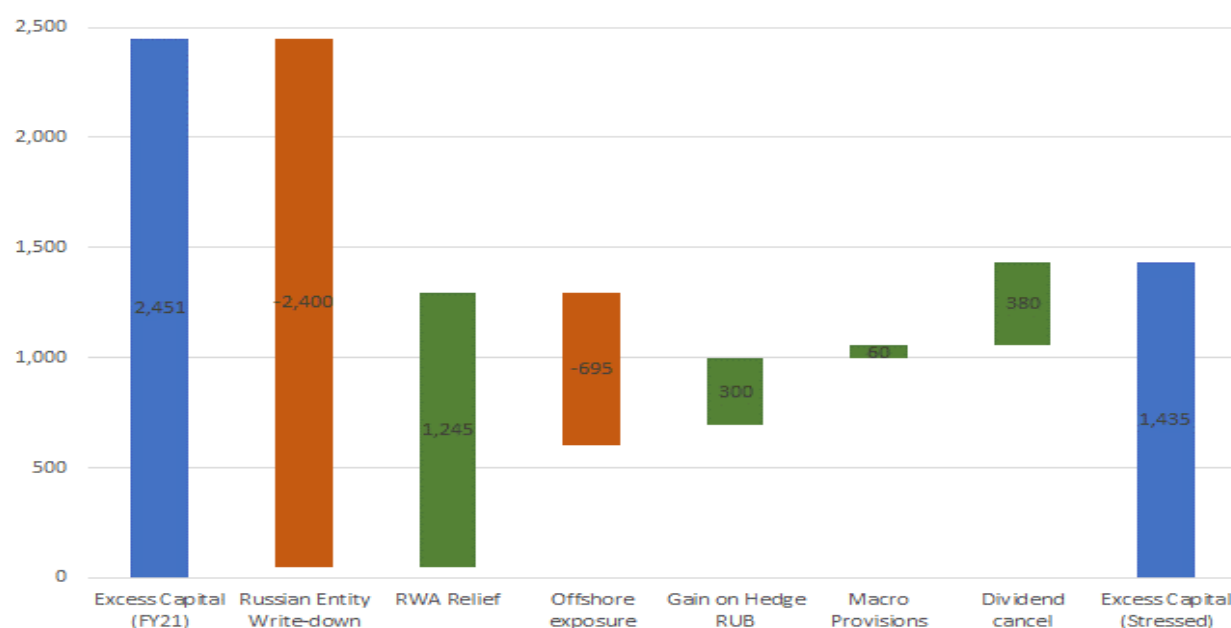
對這些銀行的俄羅斯曝險進行壓力測試，是評估駕馭當前危機能力的有用工具。高度不確定的情況需要一種極端情況進行測試—假設銀行將被迫放棄俄羅斯子公司，並且所有境外曝險(扣除抵押品和擔保)將被減記為零，雖然與我們的基本情境有很大不同，但要讓銀行能夠承受起風暴，則需要在最惡劣的情況下取得可管理的結果。

為了說明壓力測試的機制及其影響，作為擁有最大俄羅斯銀行業務的銀行Raiffeisen Bank International(RBI)是一個有趣的案例研究。

圖1顯示壓力情境對銀行超額資本狀況(超出要求的資本金額)的影響，截至2021年為24億歐元。由於RBI主要通過其當地子公司承擔風險，因此大部分損失(24億歐元)將是其股權的減記。然而，這將被不再擁有基礎資產的資本減免部分抵消—降低俄羅斯曝險的資本要求(12億歐元對過剩資本的積極影響)。因此，當地子公司全部減記的淨影響將達到7億歐元的負面影響。境外風險相對可控，假設全部虧損會導致另外6億歐元的資本影響。對沖收益(銀行對沖盧布走勢)和宏觀準備金抵消部分負面影響，累計產生4億歐元的正面影響。最後，該銀行取消原定計劃的2021年配息決定，又增加4億歐元的超額資本。

在最壞的情況下，對RBI超額資本的總影響將是10億歐元，但該銀行仍有14億歐元的超額資本，遠遠超過要求。這相當於普通股一級(CET1)比率為12.3%，比10.4%的要求高出190個基點。儘管俄羅斯市場佔該集團放款的11.5%，但仍會如此。

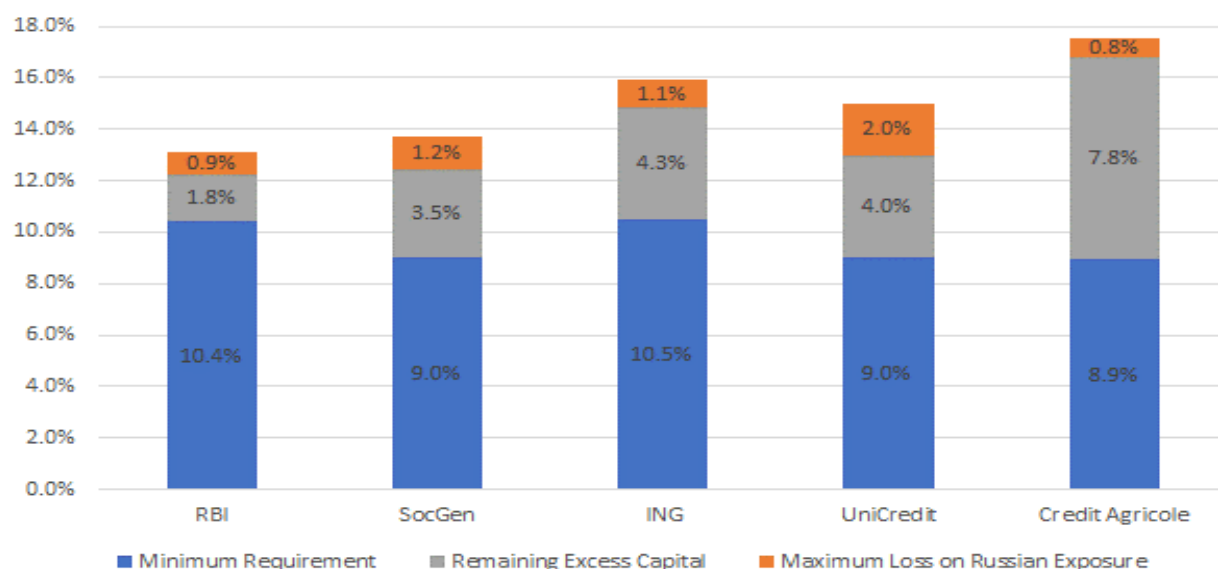
圖 1：即使在最壞的情況下，Raiffeisen Bank International的超額資本狀況仍然強勁



資料來源：公司文件，Atlanticonium，截至2021年底。

如此之下，即使處於極端情境，債券持有人似乎仍受到很好的保護。其他對俄羅斯有重大曝險的歐洲銀行(參見圖2 對俄羅斯有重大風險部位的銀行)，有能力管理這種影響。在任何情況下，這都不會威脅到銀行的償付能力，而銀行的償付能力是由大量超額資本和可控的潛在損失所支撐的。最壞情況下對資本的影響範圍為0.8%(法國農業信貸銀行)至2.0%(UniCredit)，如圖2所示，而超額資本處於1.8%至7.8%的範圍內是非常舒適，影響的大小反映曝險的規模和性質(境外與境內)。

圖 2：在極端風險情境下，歐洲銀行的超額資本依然強勁



資料來源：公司文件，Atlanticonium，截至2021年底。

再一次，次順位債持有人不會面臨壓力情景的任何影響

銀行投資者從現實生活中的疫情壓力測試中學到最重要的課題是，監管絕大多數都是正面的。股東在危機期間承受大部分打擊，因為作為監管機構為維護金融穩定而採取的預防措施，股息被取消。對債券持有人的處理更加務實——例如在額外一級資本上，銀行監管機構明確表示只有在違反要求的情況下才會取消票息。

目前的情況提醒我們，股東可能會再次承受損失，而債券持有人只有在償付能力受到威脅時才會面臨風險。監管機構一直在密切關注局勢，並與面臨重大風險的銀行進行持續對話。此導致銀行提前保守應對，採取以犧牲股東分配為代價的資本保護路線。RBI 已宣布取消其年度配息，而UniCredit已暫停26億歐元的股票回購(並可能調整規模)，具體取決於俄羅斯局勢的發展。另一方面，RBI在最近的一次電話會議上表示，他們認為不會取消額外一級資本的票息。

歐洲銀行業對俄羅斯不確定性的脆弱性較低，並且沒有異常情況破壞金融穩定，或將再次顯示銀行可能成為實力較強的行業之一。波動性上升和負面情緒令估值承壓——我們認為這帶來具吸引力的機會。歐洲銀行額外一級資本或有可轉換債券(CoCos)的利差約為450個基點，與疫情前水平相比，約接近200個基點的擴大——投資者可能會受益於強勁行業的高利差，以及情況緩和帶來價格回升的潛在上行空間。

【台中銀投信獨立經營管理】本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本基金投資涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司網站<https://www.tcbsitc.com.tw>，或公開資訊觀測站<http://mops.twse.com.tw>查詢下載。