

內銀信貸穩增 支持實體經濟復甦



市場解碼 汪濤

瑞銀證券
中國首席經濟學家

中國2月新增人民幣貸款1.81萬億元（人民幣，下同），高於市場預期的1.49萬億元，同比多增5800億元，主要由企業中長期貸款和短期住戶貸款推動。企業中長期貸款持續同比多增，呼應了監管部門要求銀行信貸「應放盡放」（包括房地產開發商融資），以及政策性銀行對基建項目持續提供信貸支持。短期住戶貸款反彈則可能由於隨着經濟迅速重啟，消費貸和/或經營貸有所提升推動，也可能由於一些居民通過舉借短期貸款提前償還部分房貸（前者利率顯著低於後者）。

另一方面，新增中長期住戶貸款（主要是房貸）較去年也有所上升，為2021年底以來首次同比多增，這呼應了近期30個大中城市房地產銷售有所反彈的趨勢。

2月新增社會融資規模3.16萬億元，大幅強於預期的2.2萬億元，且較去年同期多增1.9萬億元。新增社融超預期主要是因為社融口徑下的人民幣貸款大幅走強。另一方面，企業債券淨發行量和政府債券淨發行量均基本符合我們的預期。其中，政府債券淨發行量上升至8140億元（同比多增5420億元），表明地方政府債券發行繼續靠前發力。新增影子信貸小幅下降80億元，不過大幅好於去年同期（同比少減4970億元）。

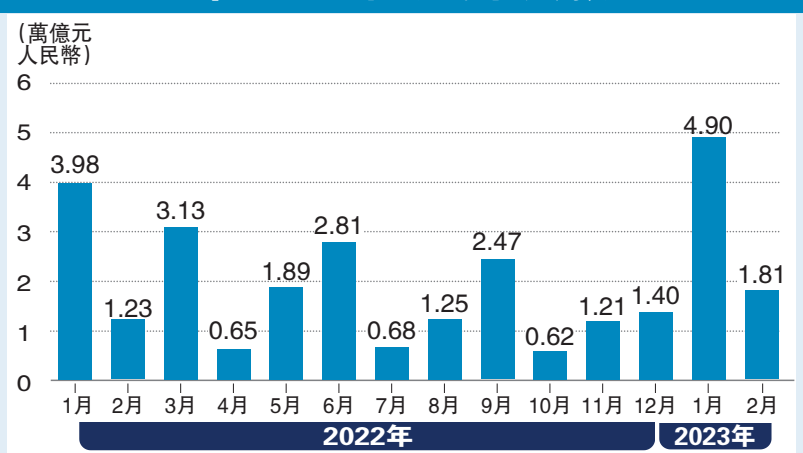
2月官方社融和調整後社融（剔除股票融資）同比增速均上升0.5至0.6個百分點至9.9%。2月新增信貸流量上升至26%（佔GDP比重，3個月移動平均）。我們估算的信貸脈衝由負轉正，從1月的-1.4%回升至+0.7%（佔GDP比重）。1至2月合計新增銀行貸款較去年同期上升1.5萬億元，主要由中長期企業貸款和短期企業及住戶貸款推動，疊加政府債券發行量同比多增，從而帶動1至2月新增社融持續超預期（同比多增1.75萬億元）。

今年信貸增速約10%

2月信貸增速再次強於市場預期，主要由企業中長期貸款提升、消費貸和房貸小幅改善，以及政府債券發行走強推動。朝前看，房地產相關信貸需求或將逐步企穩，同時隨着消費反彈，消費信貸可能也將有所恢復。

儘管如此，由於金融產品投資回報下降、新增貸款利率（包括房貸）遠低於存量房貸利率，居民提前償還房貸的壓力仍存。另一方面，整體製造業和基建相關信貸需求增速可能較2022年有所放緩。我們預計2023年信貸增速可能保持10%左右的穩健增長；如果政策支持力度強於預期，信貸增速也可能會升至11%甚至更高。此外，考慮到2023年初新增信貸大幅高於預期和去年同期，未來幾個月監管層可能會對信貸增長的節奏有所調控，從而實現對實體經濟的可持續信貸支持。

中國新增人民幣貸款



金融市場劇震 MPF機制宜檢視



樓市新態 汪啟敬

祥益地產
總裁

對於退休保障制度，雖然香港比新加坡遲了起步，但強積金是一個良好的政策。由於這始終是個具投資性質的政策，任何投資都有風險，尤其在未來中美角力及東升西降的情形之下，西方金融市場已積聚不少泡沫。筆者認為，證券市場風險將會加大，反之，樓市相對表現穩定得多。因此，我們應該想想是否可以把置業這部分的資產都納入強積金的系統？即是說，人們可提取累積多年的強積金去買樓自住，很多地方（例如新加坡）都容許將強積金用於買樓。

樓市波動遠低於股市

過去幾年，差估署樓價指數由最高點下跌了16%（以2021年9月最高點對比2022年12月最低點），股市則最多曾跌53%。在復常後的1至2個月內，不少屋苑的樓價已回升約5%至10%，但比高處的時候仍低約5%至10%；至於股市，最低點為去年10月底，短短兩個月內勁升35%，但仍然比最高點低36%。



▲過去幾年，雖然本港樓價有升有跌，但波動幅度遠低於股票價格。



▲美國近日有多家銀行倒閉，所引發的損害可能較2007年的次貸危機嚴重。美聯社

在如此巨大的債務泡沫上如此凌厲的加息，直到今天發生一連串的銀行違約危機，其實也應該是在大家的意料之內。最近幾十年，尤其是次貸危機以來，以美元為主導的哪一次貨幣潮汐不是這樣？哪一次金融危機的發生「這一次不一樣」過？

美銀行危機恐是史無前例



經濟脈搏 趙建

西澤研究院院長

不一樣的只是具體的節奏，而整個「債務繁榮—危機」的周期輪廓基本上是完美一致的。不一樣的也體現在投資者不同的嗅覺和認知上。有些人過度反應，提前離開狂歡的舞會嚴重踏空，錯過了原本更高收益的機會；另外有些人則是反應遲緩，總是心存僥倖，還是以為「這一次會不一樣」，流連在萬物暴漲的狂歡舞會上遲遲不願離開，直到真的被槓桿和流動性的鴉片迷醉。當醒來之後，發現退潮的沙灘上全部是相濡以沫，但終究乾涸而亡的同類。

故事就是這樣一再重複，貨幣和債務的潮汐也是這樣的一再輪迴。不一樣的地方可能是，周期一次比一次短，波幅一次比一次大，原本走10年的周期，被時間壓縮在3年之內。「眼看他起高樓，眼看他宴賓客，眼看他樓塌了」。當然，也有極少數的先知式投資者從大波浪中脫穎而出，成為新一代傳奇。危機是絕大部分人的噩夢，但同時是極少數人的機會。

當2007年8月美國第二大次級貸公司美國新世紀金融公司破產的時候，大部分專家和經濟學家雖然有點擔心，但一致認為這不會引發大的系統性危機。美國股市當時也是稍微調整了一下，然後繼續維持高位。

今天也是一樣，當硅谷銀行閃電被接管，除了當事人感到焦慮和擔憂外，大部分學者和分析師也覺得並不是什麼大事。諾貝爾獎獲得者保羅·克魯格曼也認為，大概率不會跟雷曼破產一樣引發次貸危機級別的金融海嘯。

樂觀派預期 幣策轉趨寬鬆

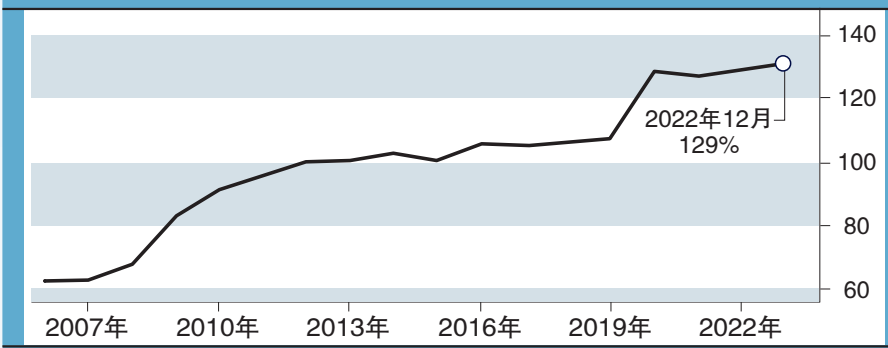
樂觀派的理由主要基於以下幾個原因：

1. 硅谷銀行的資產規模較小，1000多億美元在整個美國百萬億美元級別的大金融系統裏微不足道。而且在負債端主要以數量少、金額大的創投公司存款為主，沒有勾連到其他金融同業。
2. 與次貸危機前相比，美國居民資產負債表比較健康，槓桿率並不高，儲蓄率次貸危機以來新高。房價雖然疫情期間大漲，但是並沒有那麼過分，也沒有像次級貸及其衍生品這樣容易引發系統性危機的危險品。
3. 次貸危機後，監管部門對金融機構加強監管，今天美國的銀行已經不再是次貸危機前那麼「胡作非為」，資產負債表相對比較健康。具有系統性影響的「大而不能倒」的幾家金融大鱷也定期做壓力測試，基本不會再發生次貸危機那樣的金融災難。
4. 這次發生的只是由於資產負債久期錯配引發的流動性危機，硅谷銀行的資產端並沒有什麼有毒資產，而是相對比較健康的CMBS（商業按揭抵押債券）和國債，具有相對較好的流動性。
5. 經歷了次貸危機和大疫情危機，美國聯儲局、財政部等政府部門

美國近年通脹問題遠比2007年嚴重



美國政府債務佔GDP比例



在處理危機方面具有超常的「行動的勇氣」和今非昔比的工具箱組合，可以隨時拯救危局於無形。

等等諸如以上分析，讓很多人認為這一次又會有驚無險，甚至市場還「把喪事辦成了喜事」，開始押注美聯儲不僅不會再加息，還會很快超預期的降息和寬鬆，重新開啟更大級別的量化寬鬆之旅。受此影響，納斯達克竟然開始翻紅，黃金繼續大漲，加密貨幣亦一改前幾天大跌的頹勢大幅反彈，一夜之間收復了前幾天的跌幅。

美國正面對前所未有的通脹

然而，這種看法顯然是刻舟求劍、機械論證、教條主義。很顯而易見的錯誤是，竟然將正常時期的資產負債表分析與特殊時期等同。這一次以硅谷銀行等小銀行資產負債表暴雷為起點的金融危機，很可能作為金融海嘯的中心向全球蔓延。而最可怕的地方在於，全球投資者正在過於機械和過度樂觀的態度理解當下的美聯儲和美國政府，認為這一次不過是上一次金融海嘯後，美聯儲無限制救助的故事重演。顯然，這一次肯定不一樣：

1. 與以前不同的是，今天美聯儲面臨的是前所未有的大通脹，當前來看通脹的形勢依然很嚴峻。如果美聯儲停止加息，通脹怎麼辦？一年來加上去的利息豈不前功盡棄？
2. 如果現在就開始救助、接管，迫不及待的做最後交易商、做市商，美聯儲乃至整個美國政府的信譽將受到巨大的損害，道德風險將會更加嚴重。愈來愈多的金融機構在下一輪的資產負債表擴張周期中不擇手段。
3. 飽受通脹肆虐的社會大眾將會發動更加嚴重的「佔領華爾街」行動，這對左派的民主黨來說不能忍受的。
4. 如果現在就花納稅人的錢救助華爾街，拜登政府的選票將會繼續大幅下滑，甚至有可能被彈劾。因此我們看到，耶倫、拜登都在公開場合

嚴正宣布，政府絕不會救助華爾街！態度非常明確，不要有幻想。注意：硅谷銀行被存款保險公司接管，是商業市場行為而非政策救助。

5. 市場依然在按照以前的思維來看待美聯儲的「動態不一致」，對美聯儲即將降息的預期已經在市場上充分反映，這顯然不是美聯儲願意看到的。很可能下一步，美聯儲主席鮑威爾會採取一些市場意想不到的行為，如繼續義無反顧的強硬加息。

6. 要從政治正確的視角理解當前貨幣政策的邏輯。對於左派的民主黨來說，什麼是政治正確？是華爾街精英們的利益還是普通社會民眾？我在2020年拜登剛當選時的分析報告中就預測到，當民主黨面對泡沫破滅和通脹高企的兩難困境時，大概率會選擇犧牲資產泡沫而保持物價穩定。

推遲救助將引發超大危機

因此，這一次金融危機的輪迴，最可怕的地方就是深陷通脹非議中的美聯儲和很快面臨大選的左派民主黨，可能會一而再，再而三的推遲對金融市場的救助，直到更大的超出歷史紀錄級別的危機發生。大家回想一下，即使在次貸危機時期，當時的美聯儲主席伯南克和美國財政部長保爾森也是靠雷曼兄弟這樣級別的大而不能倒的金融機構祭天，才取得國會的救市批准，何況今天的美聯儲資產負債表早已經是那時十幾倍？

其實這不過是我的決策動力學在美國金融危機場景中的應用，去年在預測中國疫情政策的放開中已經比較成功。基於這個邏輯，任何對這次金融危機報以樂觀態度的頭寸都將面臨巨大的風險。

危機才剛剛開始，貨幣緊縮的政策依然在路，貨幣政策要出現真正的拐點必須要有更大級別的災難和危機發生，否則美聯儲沒有理由也不可能執行市場過度迷信的看跌期權。我們當然相信最終美聯儲還是會出手兜底，但絕不是現在，也絕不是現在這種級別的所謂的危機。我們應該做好迎接更大驚濤駭浪的準備。