

硅谷銀行的倒下可能只是開始



金融論道 豐習來

建銀國際（控股）
有限公司行政總裁

美國的硅谷銀行（Silicon Valley Bank，US：SIVB）3月9日下跌60%，主要美股大行也同時下跌5%–7%，標普500跌幅為1.9%。跌幅主要來自硅谷銀行為了補充流動性賣出了210億美元（下同）的債券，實現18億元的投資損失，高於2021年15億元的全年淨收入。由於去年美國政府債總回報指數大幅下跌12.5%（歷史最差一年），連謹慎的資產配置都會有相對大的損失。

硅谷銀行被納入美國大型銀行榜單，在全美超過4000家銀行中，硅谷銀行以2117.93億元的總資產居於前20的位置。

3月10日，硅谷銀行更是被聯邦存款保險公司（FDIC）接管。部分市場參與者認為這可能是「雷曼時刻」重演，或將帶來新一輪金融危機。

由於市場普遍對硅谷銀行的風險管理能力的評價相對高，市場反而更擔心其他銀行（特別是更小的銀行）會否也會面對類似的損失，也擔心金融風險蔓延。在利率「Higher for Longer」的大環境下，最近信用風險已經開始上升，但市場仍然低估信用風險（高收益信息差仍然低於歷史均值，貸款違約率在2022年也跌至歷史低點）。從歷史經驗來看，信用風險爆發和蔓延的速度通常都會很快，需要高度警惕並採取預防措施。

從目前了解的情況看，硅谷銀行是以高科技的名義做傳統的金融產品、資產負債嚴重不匹配的、缺乏商業銀行管理系統和能力的投機性機構，在利率快速反轉後，流動性風險、市場風險交叉傳染導致信用風險違約！

2022年是美國次債危機以來全球金融市場最為跌宕起伏的一年，發生了很多有可能影響未來5年至10年的重大事件，其中有關中美利率的變化尤其值得關注：

一是以美元為代表的超低息貨幣變成了高息貨幣。2022年是美國近40年來利率上升最快的一年，自3月份起，美聯儲連續加息累計達425個基點，由年初的0厘–0.25厘升至4.25厘–4.5厘，使得美元迅速由超低息貨幣變為全球主

要經濟體的高息貨幣。美元利率的變化也導致了全球金融市場的一系列動盪：據日本經濟新聞推算，全球債券市值比2021年減少19萬億元，全球股票市場市值減少25萬億元，二者合計44萬億元，相當於全世界國內生產總值的47%。預計隨着美元的進一步加息，國際金融市場的動盪仍將繼續。

二是世界兩個主要經濟體美國和中國的利率發生了反轉，人民幣利率由原來高於美元利率變成了低於美元利率，與此同時，人民幣國債與美元國債的收益率曲線形成兩個完全相反的趨勢，人民幣國債曲線是正向走勢曲線，即期限越長、收益率越高，目前1年期人民幣國債的收益率為2.06厘，10年期的為2.86厘；美元收益率曲線為負向走勢曲線，即期限越長、收益率越低，目前1年期美元國債的收益率為4.7厘，而10年期的收益率為3.69厘。

從兩種貨幣的變化及國債收益率曲線至少可以得出三個判斷：

第一，人民幣成為了低息貨幣，對融資方很有吸引力，香港債券市場上人民幣債券的發行會不斷增加，而美元債券的發行將會減少；

第二，中國經濟將繼續保持高增長趨勢；

第三，美元利率倒掛預示着美國經濟的衰退概率在增加。

當然，除了上述兩個重大變化以外，2022年還發生了虛擬貨幣的坍塌、英鎊和日圓暴跌、盧布匯率的快速反轉、石油等大宗商品價格暴漲等。但從對金融市場的持續影響力來看，美元及人民幣利率的突變，將對世界經濟以及全球金融市場產生持續而深刻的影響。

展望未來，世界經濟的不確定因素仍然存在。作為全球經濟列車上的一員，在2023年仍需要繫好安全帶，做好在顛簸中前行的準備。實際上，2023年伊始，變化已經發生，隨着日本央行貨幣政策的轉向，持續多年的18萬億元的負收益資產在2023年1月4日已經全部轉為正收益資產，標誌着全球負利率時代已經結束。

利率反轉會導致更多類似機構（以美元貨幣為資產負債計價的金融機構，包括保險公司）出問題，黑石和硅谷銀行只是多米諾骨牌倒下的前幾塊。



▲以美元貨幣為資產負債計價的金融機構，預料在今年將會遭不同程度的厄運。

機器人會取代地產經紀嗎？



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

今年《財政預算案》不乏驚喜措施，當中有些方案絕對有助刺激經濟及樓市，如派發5000元的電子消費券、下調首置物業印花稅稅率、引入公司遷冊機制及資本投資者入境計劃等。另外，四月份將會再次派發消費券，這些措施對正在復甦的經濟有推動作用，再加上香港已與內地全面通關，兩地的人員流動量正不斷增加，外國人入境的數字亦明顯回升，有助航空旅遊零售餐飲等多個行業復甦，從而引發整體連鎖經濟效應。

不過，最能直接惠及樓市的，當然是下調首置物業印花稅稅率，除引發入市動力外，也能啟動換樓鏈，是為通關而轉旺的樓市再打一劑強心針；綜觀近期樓市亦價量齊升，復甦勢頭頗為明顯。

至於引入公司遷冊機制及資本投資者入境計劃，預料可進一步吸引外國公司及富豪重返香港市場，可強化香港在

國際市場上的競爭力。筆者認為今次的財政預算案，確實有助香港加快走上全面復常之路。

說到競爭，科技快速發展，對很多工種都帶來了競爭。近期大熱的人工智能聊天機器人ChatGPT，更對未來很多行業起了顛覆性的影響。至於會否對地產代理這個行業構成威脅？暫時仍屬未知之數。對此筆者認為，ChatGPT的大數據運用，確實對行業有很大幫助。

有些人總會想到，地產代理角色會否被ChatGPT取代？

筆者認為並不容易，皆因在物業成交的過程中，業主與買家的利益是對立的，雙方的利益、底線均不表露予對方，只有透過經紀從中作出平衡及協商，才可以拉近雙方期望的差距，以及緩和緊張的氣氛，令交易得以順利完成。在新盤市場方面，經紀角色更易凸顯出來，因在買賣過程中有些內容不方便直接透露，經紀便可發揮從中理順的角色。

古代有媒人撮合姻緣，今天有經紀作橋樑的角色；經紀或中介人，其實在各行各業仍然有其重要的斡旋作用，絕不容易能被太理性的機器人所取代。



▲硅谷銀行破產，市民前往取回血汗錢。

近期，美國硅谷銀行（Silicon Valley Bank，US：SIVB）破產引發金融恐慌，全球銀行股遭到拋售。美國監管部門迅速做出反應，美聯儲、聯邦財政部和聯邦存款保險公司（FDIC）聯合接管硅谷銀行，釋放存款保險基金（DIF）為儲戶存款兜底。美聯儲還公布一項新的銀行定期融資計劃（BTFP），通過高質量證券抵押貼現的方式向銀行的準備金賬戶注入流動性。財政部將從外匯穩定基金中劃撥250億美元（下同）資金支持上述融資計劃。

美銀行危機 聯儲是禍首

簡本社

大學之道 清和

智本社社長

硅谷銀行為美國第16大銀行，截至2022年底，總資產為2090億元，存款超過1750億元，亦為美國歷史上第二大銀行破產案，為2008年9月金融危機以來美國最大的銀行倒閉事件。

資產及負債端均遭致命衝擊

2020年新冠疫情全球大流行，美聯儲開啟無上限量化寬鬆，市場流動性頓時氾濫，硅谷科技企業獲得大規模的融資，科技泡沫迅速膨脹。數據顯示，2020年、2021年美國IPO數量分別達到480家、1035家，融資規模分別達到2000億元、3500億元左右。同時，納斯達克指數從2020年4月7288點持續上漲到2021年11月的16212點。

硅谷科技企業在短時間內獲得巨額融資，並把大量現金存入硅谷銀行，其活期存款從2020年6月到2021年12月期間，由760億元上升到超過1900億元。其中，超過60%的新增存款是無息活期存款。

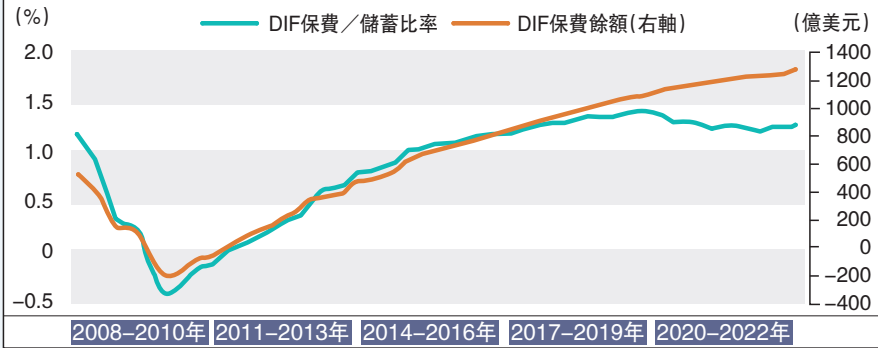
硅谷銀行的負債端在短期內被動地膨脹，這給資產端的擴張帶來難題。硅谷銀行主營業務是向科技企業提供貸款和創投資金，但創企企業資金富餘，貸款需求下降。於是，硅谷銀行首席執行官約瑟夫，即此前雷曼兄弟固定收益部的CFO，犯了一個在雷曼兄弟時同樣錯誤，將大量無息、低息的負債買入大量固定收益債券。其中，66.8%的新增存款配置在住房抵押債券和國債上。

從2020年一季度至2022年一季度，硅谷銀行持有的住房抵押債券（MBS）總額從199.96億升至998.12億元，國債總額從39.62億升至165.44億元。其中不少為持有至到期（HTM）資產。從2020年到2022年，硅谷銀行HTM資產佔比從14%增加到43%、HTM久期超過10年的佔比超過90%。

從2020年3月到2021年11月，硅谷銀行股價從127元的低點迅速上升到763元的高點，跑贏全美大多數銀行。然而，美聯儲的超級量化寬鬆政策最終引發了歷史級別的大通脹。2022年美聯儲被迫實施近40年最激進的加息政策，導致流動性日益緊張，股票、債券、非美元貨幣、房地產等資產價格紛紛大跌。由此，最安全的資產變成最危險的資產，硅谷銀行期限錯配的風險敞口迅速擴張，資產端和負債端均遭受致命的衝擊。

負債端：硅谷科技企業遭受「戴維斯雙殺」，大規模裁員的同時大量贖回活期存款。銀行的存款在2022年3月（美聯儲啟動加息）觸頂後開始外流，全年存款總額下降了160億美

聯邦存款保險公司的存款保險基金(DIF)餘額



元，佔存款總額的10%左右。其中，活期無息存款從1260億驟降至810億元。

資產端：美聯儲加息導致債券價格大跌，硅谷銀行持有的大規模債券大幅浮虧，其中，以國債為主的可供出售證券（AFS securities）虧約25億元，以住房抵押債券為主的HTM虧約150億元。

隨着進入「寒冬」的科技企業大量支取存款，硅谷銀行不得不虧本甩賣債券以回收更多的流動性。於是出售其所有210億元的可銷售證券，因此虧損18億元，需要通過出售普通股和優先股募資22.5億元。這筆證券資產超過了總資產的10%，虧損面積達到8%。當天，儲戶瘋狂擠兌超400億元，硅谷銀行立即破產。

聯儲極端政策扭曲金融市場

硅谷銀行儲戶結構單一大部分為科技企業。在本輪緊縮周期中，對利率敏感的科技產業最先進入寒冬，科技企業大量支取存款，直接衝擊該行的負債端；同時，過去認為比較安全的資產國債和住房抵押債券價格大跌，導致持有的資產大幅縮水。而且，硅谷銀行更成為引發金融市場恐慌的主要原因。

過去三年，美聯儲在超級寬鬆一激進緊縮周期中嚴重扭曲了市場價格、破壞了市場預期，兩個方向的極端政策製造了大通脹和銀行擠兌兩大危機。

在超級寬鬆時期，流動性氾濫，利率價格被扭曲，企業大規模擴張資產負債表，銀行負債端受廉價的存款衝擊而被動擴張，資產端大量採購金融資產而非發展高質量貸款。從2019年第四季度至2022年第四季度期間，美國銀行業存款增加了超過5萬億元。而其中只有14%用於貸款，剩下大部分被配置到國債等資產上。在本輪加息之前，美國商業銀行持有的國債規模達到4.6萬億元，較2020年初增加53%。

當進入激進緊縮周期時，銀行負債端外流，資產端縮水，陷入流動性緊張。數據顯示，截至今年2月份，即硅谷銀行危機爆發之前的12月裏，美國商業銀行的存單已經下降2.5%。美國儲戶正以至少是自上世紀70年代以來最快的速度從銀行系統提取資金。上一次出現這種局面的是

上個世紀90年代初，而當時的存款降幅也只有0.6%。

另外，聯邦存款保險公司主席馬丁·格魯恩伯格此前透露，截至2022年四季度，包含可供出售證券與持有到期證券（HTM securities）在內，美國商業銀行的未確認損失（Unrealized Losses）為6200億元，低於前一季度的6950億元，其中可供出售證券的未確認損失為3000億元。

所以，美聯儲在短短三年時間內實施從超級寬鬆轉向激進緊縮的兩種極端操作。整個華爾街都知道「不能跟美聯儲作對」的信條，那麼銀行的生存與競爭策略就是「不做雷曼」，即貨幣寬鬆時一定要抓住機會擴張資產負債表，但又要設法在貨幣緊縮時活下來，至少不能第一個「暴雷」。銀行是一個高槓桿行業，流動性是銀行的靈魂，因此只要美聯儲繼續加息，沒有一家銀行是安全的。

如今，壓力來到美聯儲這一邊。左手通貨膨脹，右手金融風險，美聯儲不得不在通脹、經濟衰退和金融風險之間維持艱難的平衡。硅谷銀行擠兌危機爆發後，美聯儲迅速出手的主要原因是避免貨幣政策陷入被動，實施另一種「另類扭曲操作」：一邊加息、量化緊縮來抗擊通脹；另一邊通過結構性貨幣工具（「銀行定期融資計劃」）給特定的行業、機構輸送流動性。這是美聯儲的權宜之計，盡量將風險往後推移，推移至通脹率大幅度回落之後。屆時，美聯儲可以大膽救市。

3月14日，美國勞工統計局發布2月份通脹報告一定程度上緩和銀行擠兌壓力。報告顯示，美國2月居民消費價格指數（CPI）同比增長6%，連續第八個月下滑，為2021年9月以來新低；核心CPI同比增長5.5%，已連續第六個月下降，為2021年12月來新低。不過，核心CPI環比反彈至0.5%，達到5個月來的最高水平；同時，住房通脹創歷史新高。

整體上看，美國通脹保持持續降溫之勢，加息預期下降，美聯儲獲得更大的空間來應對金融市場的不確定性。然而，今年美聯儲的貨幣政策將成為金融市場不確定性的最主要來源。如果美聯儲計劃將5厘以上的聯邦基金利率維持一整年，那麼金融危機爆發是大概率事件。因此，美聯儲可能在下半年降息。