

減息難解歐美銀行危機蔓延



經濟把脈 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

歐美銀行業危機進一步蔓延。瑞士央行和該國監管機構在一份聲明中表示，瑞士信貸符合對系統重要性銀行的資本和流動性要求，如有必要，瑞士央行將向該行提供流動性。

截至北京時間3月16日上午，最新消息顯示瑞信集團採取行動以增強流動性，瑞信將向瑞士央行借款至多500億瑞郎，此外將回購至多30億瑞郎的OPCO SR債務證券。

引發本輪銀行業危機的導火索主要是通脹下的加息浪潮。從美國的中小銀行擠兌開始，整個金融鏈條中相對脆弱的環節開始被一個個發現並被放大，成為本輪危機的典型現象。

一、瑞士監管機構出手

瑞士信貸深陷危機，在股價迭創新低後、其CDS（貸款違約保險）價格也在本周出現飆升，這反映出市場對其可能破產的擔憂。與此同時，為了避免個體風險的進一步蔓延，瑞士央行和該國監管機構在一份聲明中表示，瑞士信貸符合對系統重要性銀行的資本和流動性要求，如有必要，瑞士央行將向該行提供流動性。瑞士金融市場監督局指出，其與瑞士信貸保持着非常密切的聯繫，並獲得了與監管法相關的所有信息，並確認「瑞信符合適用於系統重要性銀行的高資本和流動性要求」。兩個部門進一步指出，美國銀行業的問題不會對瑞士金融市場構成直接傳染風險。

二、歐洲銀行業整體狀況仍屬正常

由於銀行業危機從美國向歐洲蔓延，市場也開始擔心整個金融系統的傳染效應。引發本輪銀行業危機的導火索主要是通脹下的加息浪潮。從美國的中小銀行擠兌開始，整個金融鏈條中相對脆弱的環節開始被一個個發現並被放大，成為本輪危機的典型現象。

但從考察銀行業的主要監管指標來看，歐洲銀行業的整體風險並不高。其

不良貸款率已經創下了2008年金融危機以來的最低點，到2022年底僅為1.6%，遠低於歐洲債務危機爆發後後的水平。與此同時，歐洲主要銀行的資本充足率指標也顯著高於監管指標，流動性的各項指標也非常正常。從這些主要的監管指標來看，傳統意義上的銀行業危機仍然是一個小概率事件。

三、降息能解決問題麼？

與此同時，歐美主要銀行的股價在過去一周出現了大幅下跌，這也反映出市場的恐慌情緒在進一步蔓延。市場在某種程度上似乎在price in另一個「雷曼時刻」。

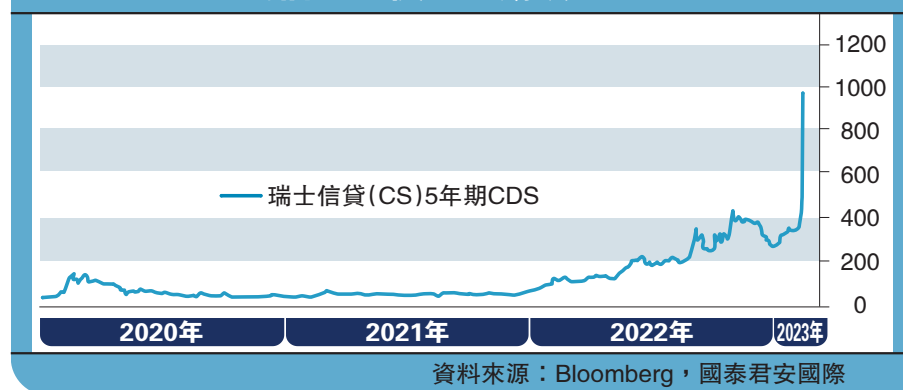
事實上，銀行業本身是受益於加息的，這對於歐洲銀行業尤為如此。由於長期以來處於「負利率」，歐洲銀行業的盈利狀況一直不理想，這也導致了很多歐洲銀行從金融危機以來就採取了「收縮」戰略。從歐洲央行快速加息以來，歐洲銀行業的盈利狀況出現了明顯改善，股價也迭創新高。但近期的銀行業「爆雷」事件頻發，則反映出市場在擔憂加息情境下的整體宏觀風險。

就目前的整體經濟指標而言，歐美經濟並未出現顯著的「硬著陸」跡象，與此同時，通脹保持着較高的黏性，則意味着貨幣政策將會進一步收緊。但這樣的「持續收緊」顯然已經開始影響到金融市場的信心和穩定。在這樣的狀況下，市場開始把希望寄託在加息周期的提前結束上，甚至降息周期的提前到來。

各國央行是否會「轉向」，似乎成了解救金融市場的核心矛盾。但事實上，金融監管機構需要考慮的是短期風險與中長期風險的匹配。就短期風險而言，監管機構會持續向市場提供流動性，以避免金融風險的進一步蔓延，以及向實體經濟的傳播。

但中期角度而言，降息帶來的通脹風險，可能意味着即使躲過了眼前的危機，下一輪危機也可能很快到來。經濟的基本面仍然是關注所有市場問題的最終落腳點。因此，減息可能可以幫助市場解除「心病」，但對經濟整體的調理絕對不是「降息」可以獨自完成的。

瑞信CDS價格近期飆升



美息將見頂 留意樓市投資機會



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

聯儲局成員對於日後加息，不少人態度堅決，個別表示會加至5.75厘。聯儲局主席鮑威爾日前表明，可能需要加大力度控制通脹，美股應聲下跌。但最近經濟數據走弱趨勢漸見明顯，美國加息距離尾聲不遠，可能是強弩之末，樓市及股市投資者宜留意投資機會。

鮑威爾表示，如果所獲得的數據都顯示，需要加快收緊政策，局方準備加快加息步伐，最終利率水平可能較之前預期更高。並將繼續根據全部所獲得數據，以及對經濟增長及通脹前景的影響，逐次議息作出決策。

明尼亞波利斯聯儲銀行行長卡什卡利指出，近期數據顯示通脹並無如預期消退，可能需要上調未來加息路徑預期。他傾向繼續加息，對聯儲局3月議息會議加息0.25厘或0.5厘持開放態度。

聯儲局理事沃勒表示，一連串火熱數據可能迫使聯儲局持續加息，最終利率可能高於大多數官員去年底預測的5.1厘至5.4厘。

亞特蘭大聯邦儲備銀行行長博斯蒂克表示，加息對經濟影響仍未充分顯現，預計今年春天才開始真正顯現。他支持聯儲局今後每次議息以0.25厘的步伐穩步加息，以減少對經濟可能造成的損害。

博斯蒂克提到如果通脹沒有放緩，他支持繼續加息，但仍在考慮近期超出

預期的通脹數據如何影響聯儲局政策。博斯蒂克一向立場偏鷹派，市場認為他的最新言論轉向偏鴿，分析認為聯儲局亦明白貨幣政策運作具有滯後性，可能現時才開始見到首次加息的影響。

里士滿聯儲銀行總裁巴爾金表示，通脹可能已經見頂，或不會迅速回落，跌至2%的目標時，聯儲局需要進一步審慎加息。通脹頑強，聯邦基金利率或要升至較市場預期為高的5.5厘至5.75厘，預計今年不會減息。

美經濟難抵連番加息

聯儲成員發言前美國經濟數據強勁，但其後所公布的數據都普遍失色，意味美國經濟走弱，並非形勢一片大好。疲弱數據愈來愈多，有金融界人士預料今年下半年美國步入經濟衰退。聯儲局加息假如太重手，可能令美國以至全球經濟衰退惡化。

近月美國企業裁員減薪不絕於耳，就業市場轉弱，製造業亦不佳，美國通脹或會開始消退。



▲美國加息距離尾聲不遠，本港樓市的投資機會湧現。



中國將促進傳統產業改造升級，培育壯大戰略性新興產業，着力補強產業鏈薄弱環節。

與產業，
中新社

近期兩會政府工作報告指出中國未來產業政策要發展和安全並舉，這確立了中國現代化產業政策的重要方向。從產業政策路徑來看，一方面，立足「自立自強」的科技政策，中國將促進傳統產業改造升級，培育壯大戰略性新興產業，着力補強產業鏈薄弱環節。另一方面，面對日益複雜的國際局勢，中國將以國內大循環為主體，通過不斷完善發揮新型舉國體制，建立和發展高效強大的共性技術和核心資源（糧食與能源）供給價值鏈。

中國產業政策轉型升級



實話世經 程強

工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

從產業政策的機制來看，中國產業政策已經由傳統的「選產業／技術、選龍頭、給資金、給政策」全面轉向為以「集中科技、圍繞核心關鍵技術／國家戰略安全、提供普惠性支持、提供配套體系建設」為核心的現代化產業政策。

產業政策將長期向創新型企業集中傾斜。圍繞高質量經濟增長的目標，在長期產業政策的結構性改革方面，中國將通過持續的制度性改革降低企業創新過程中的交易成本和制度性成本，從而激發企業創新動力。

立於「自立自強」的科技政策，一方面發揮好政府在國家核心技術攻關中的組織與協調作用。政府可以集中與整合各方優勢資源為科技創新型企業提供所需的人力、物力、財力與制度便利。另一方面是突出科技創新型企業在市場中主體地位。比如通過完善科技創新產權機制和不斷改善和提高科技型人才的待遇，來激活和提升全社會的企業家精神與人力資本投入。

突破「卡脖子」技術瓶頸

從產業政策的方向來看，未來中國產業政策將進一步向高端創新、綠色環保、智能化三大方向着力推進。這主要體現在三大領域：

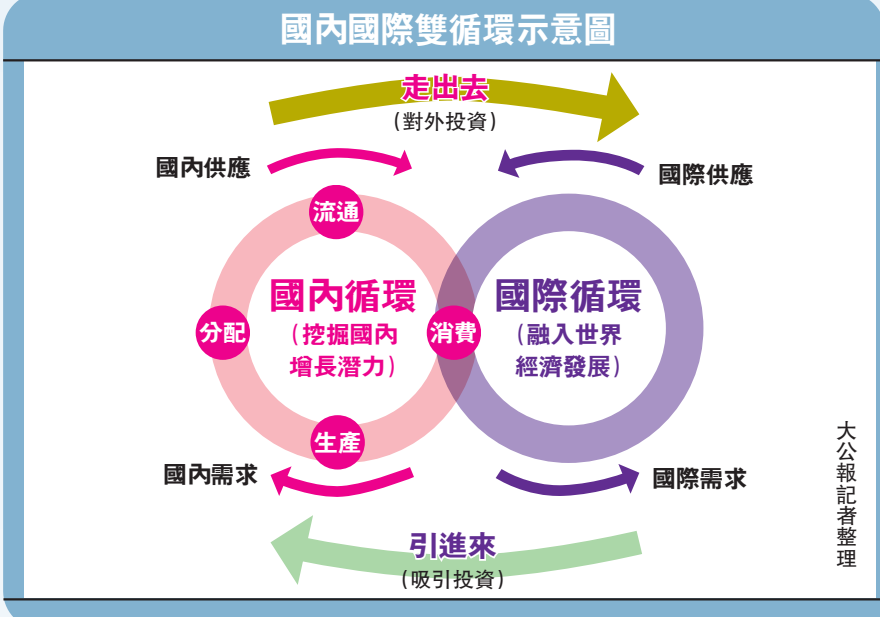
一是在全球價值鏈和供應鏈上，中國將積極發揮新型舉國體制優勢，集中優質資源合力突破關鍵「卡脖子」技術瓶頸，實現中國成功邁向全球中高端產業鏈。

二是在製造業領域，通過提高製造業產業鏈上的智能化、高端化、綠色化水平，幫助企業尤其是中小製造業有效實現產業升級轉型。具體來看，「智能化」指通過5G、雲、AI的協同創新，實現製造業實現「雲」生產。通過大數據和「雲」調度將各生產環節自動銜接，大幅降低製造業生產、庫存、物流成本，加快企業智能化進程。「高端化」指通過幫助企業產業鏈升級，提高企業產業鏈上的附加價值和科技含量。「綠色化」指將製造業與新能源進一步整合，通過推廣新能源在製造業各環節中的應用，實現製造生產部分環節降碳節能。

三是在數字經濟領域，一方面中國將進一步提升「常態化監管水平」保證數字經濟健康發展；另一方面中國將進一步支持「數字平台」建設，通過打造更加多元和創新型數字場景，促進生活日常消費。

提升核心產業安全性

產業政策將長期兼顧國家安全。當前，面對日益複雜的國際局勢，中國經濟的外部不確定性顯著提高。在經濟邁向高質量發展的過程中，在以國內大循環為主體、國內國際雙循環



相互促進的新發展格局下，中國將逐步提升核心產業的安全性和獨立性。

具體來說，一是要確保關鍵核心技术「自立自強」。科技的自立自強根本上是要求關鍵技術自主可控，而實現技術自主可控則需要不斷完善當前科技政策。我們認為未來科技政策的優化方向將主要圍繞三點：首先是實現教育、科技、人才三方一體化，以基礎教育為導向，關鍵核心技术為方向，實現高科技人才的精準培養；其次是全面構建自主培養和全球人才引進機制；最後是統籌和提高政府與市場之間的協同合作。

二是要保障國家糧食與能源供應的長期安全與可持續。近年來，歐洲能源危機和全球糧食危機對國家能源和糧食安全敲響警鐘。圍繞能源安全，中國一方面將持續加強重要能源、礦產資源國內勘探開發和增儲上產；另一方面將加快新能源體系建設。同時，新能源體系的建設也將加速新能源基建投資和消費擴張（目前中國清潔能源消費佔比僅為25.5%）。

加快新能源體系建設

圍繞糧食安全，除了適時適度針對性增儲，關鍵是推動糧食收儲市場化改革，即通過加快完善糧食儲備管理體制，實現糧食儲備規模動態化調整，優化儲備糧品種結構和區域布局。無論是實現科技政策「自立自強」，還是確保糧食與能源安全，本質上中國需要以內循環為主體，在發揮新型舉國體制的優勢下建立和發展出一套高效強大的共性技術供給價值鏈。在這個獨立的價值鏈上，各個核心產業鏈所需的必要資源能夠得到長期穩定的供給，而具有共性技術的核心產業之間可以實現所需資源共享和自由流通。

發展和安全並舉的產業政策意味着現代化產業政策機制已基本確立。長期以來，中國產業政策主要以政府為主，學術專家為輔組成最終決策機制，通過對不同行業的優質企業進行成長潛力和技術發展等綜合評估主動篩選並最終決定是否提供相關產業的政策支持。

我們認為，這種產業政策機制在市場經濟改革前期比較適用，但隨着中國經濟體量不斷上升，行業規模不

斷擴大，傳統粗狂式的產業政策支持機制已經無法適應當前經濟發展要求。具體來看，過去的產業政策機制主要分為四步：「選產業／技術」、「選龍頭」、「給資金」、「給政策」。

隨着行業不斷細分，如何進行科學有效的產業甄選是擺在政府面前的突出問題。粗放式的產業甄選和政策支持機制，很容易造成了企業間出現惡性競爭和產能過剩。這也是為什麼過去10年來，中國進行了一系列的「去產能」、「去庫存」、「去槓桿」來應對產業政策帶來的結構性問題。同時，隨着信息技術革命的發展，新一代前沿技術的不確定性大幅增加，技術創新路徑模糊大大提高了傳統產業政策在「選技術」上的難度，這導致了相當一部分技術上的產業政策支持最終以失敗告終。其次，「選龍頭」和「給資金」往往容易導致行業內部的頭部公司形成壟斷，這擠壓了行業內部其他公司的成長空間，不利於企業間的良性競爭和企業家精神的培養。

從本次兩會的政府工作報告來看，中國產業政策已經由傳統的「選產業／技術、選龍頭、給資金、給政策」轉向為以「集中科技、圍繞核心關鍵技術／國家戰略安全、提供普惠性支持、提供配套體系建設」為核心的現代化產業政策。集中科技和圍繞核心關鍵技術，一方面對應了中國將把科技創新擺在未來長期發展中更加突出的位置，另一方面意味着產業政策將更加聚焦對事關國家經濟安全和對未來發展全局有重要影響的戰略產業進行集中支持。「提供普惠性支持」和「提供配套體系建設」體現了國家宏觀政策（貨幣、財政）強調「穩健、精準、提效增質」的長期基調。不像傳統產業政策一味的提供大規模資金支持，或者直接對特定企業主體進行財政補貼或大規模免稅降費優惠，普惠性支持更加強調通過研發費用加計扣除，政府採購、人才優待、定向融資、消費補貼等市場化的方式對科技型企業提供普惠性支持。「提供配套體系建設」意味着現代化的產業政策將圍繞科技創新型企業加大對公共服務體系和配套基礎設施的建設。