



◀對於政策制定者而言，銀行股票回報顯著下降是預測危機的實時指標。

近期的中小銀行風險事件的觸發點，從美聯儲迅速加息，發展到股債雙殺、加密貨幣暴跌及FTX騙局曝光，牽連到與加密貨幣相關的風投、私募基金甚至財富管理公司，再演進到與這類業務有極高集中度的銀行倒閉。而銀行倒閉會反過來衝擊實體經濟，壓縮信貸供應。現在雖然一些投資者認為風暴已經漸漸散去，市場即將恢復平靜，但歷史經驗卻預示着一切可能才剛剛開始。各國監管機構切不可掉以輕心，必須爭分奪秒化解市場擔憂。

## 銀行倒閉能否提前預測？



春風夏語 夏春

方德金  
首席經濟學家

仔細閱讀3月16日更新的聯邦存款保險公司（FDIC）季報，各項數據給人留下深刻的印象。相對於2016-2021年，美國銀行業在2022年的整體財務表現非常穩健。除個別數據如資產增速以外，大部分數據都表現正常。譬如，2016-2017年經濟復甦強勁時共有8家銀行（本文不區分商業銀行與儲蓄機構）倒閉，2021-2022年並無銀行倒閉。又如，接近資不抵債的銀行數量逐年下降，2022年僅有39家，但由於名單保密，並不清楚硅谷銀行（以下簡稱SVB）與簽名銀行是否曾被列入。

再細看銀行業2022年季度和全年表現，聯儲加息使得銀行收入增加了1055億美元，只不過被更高的準備金開支和非利息開支抵銷了，因此全年淨收入相對於2021年下降了5.8%，但好於此前各年，而且整體呈現按季上升的趨勢。

2022年美國銀行業整體的「淨利息收益率」（銀行利息收入減去成本後除以生息資產規模）按季增加，而且創下了FDIC有統計歷史以來的年度最大增幅。更加讓人意外的是，中小銀行的這一指標表現明顯好於系統重要性銀行（資產超過2500億美元）。

此前分析普遍認為，中小銀行受到國債利率倒掛影響大於大銀行，實際上相對於後者，前者貸款佔比更高，國債佔比更低，因此淨利息收益率表現更好。數據顯示，中小銀行約佔商業和工業貸款的一半，住宅抵押貸款的60%，商業房地產貸款的80%，消費信貸的45%。

從不良率和不良撥備覆蓋倍數來看，除了資產少於1億美元的銀行以外，其他中小銀行的數據均好於系統重要性銀行，而且數據逐年改善。

### 銀行股票大跌成為預警指標

事後來看，在FDIC季報中主要有兩個指標顯示銀行業面臨此前少見的挑戰：

一是銀行存款在2022年後三個季度均下降，但降幅按季減少。這在宏觀層面來自美聯儲的縮表；微觀層面則是儲戶在高通脹環境下增加消費開支，或者轉移資金到收益率或流動性更高的貨幣基金等投資項目。

二是銀行的證券投資未實現虧損在2022年四季度達到了6204億美元，這幾乎相當於銀行業總股本的30%。當然，這些損失並非均勻分布。整個銀行系統可能能夠承受損

失，但不一定每個銀行都能承受。但在FDIC的季報裏，四季度虧損因為低於三季度而被一筆帶過。

不過，即使這兩個指標，過去在預測銀行倒閉上也沒有明顯的領先或者同步意義。2008-2013年銀行倒閉潮（最低24家，最多157家）時，銀行存款變化和未實現的虧損的前瞻性都不明顯。2016-2020年共有21家銀行倒閉，也與兩個指標沒有相關性。顯然，這些指標過於宏觀了，對於微觀個體遭遇的厄運並無警示作用。

綜合來說，FDIC季度報告關注的絕大多數主要指標未能閃現紅燈。即使3月16日更新的季報也並未體現出任何與銀行倒閉事件的相關性。

那麼，銀行股大跌會成為一個很好的預警指標嗎？由熊偉等三位經濟學家搜集了1870到2016年，全球46個國家和地區（排除掉兩次世界大戰以及一些國家的特殊年份）100多次銀行倒閉，發現銀行股本（股東所有者權益）大幅下降是預測銀行危機的領先指標。銀行股本的大幅下跌通常出現在恐慌和信貸息差飆升之前。大量的銀行損失在銀行危機的早期就已經出現，而不是隨後的恐慌才造成了這些損失。研究發現，當一國代表性的銀行股票指數下跌30%，平均來說7.5個月後會出現銀行恐慌事件。

以全球金融危機為例，銀行股票指數在2007年1月見頂，2008年2月就已經累計下跌了30%，危機爆發在9月。非金融股票指數在2007年10月見頂，到2008年9月才下跌了30%。而公司信貸利差（例如AAA級債券與國債利差，BAA級與AAA級債券利差）和銀行間借貸利差（LIBOR與隔夜指數掉期OIS利差）雖然在2007年8月有所擴大，但直到2008年9月才比此前低點高出1個百分點。

類似的情形也發生在雷曼暴雷期間，其股價在宣布破產一周前已經相比標普500指數多回撤了67%，但其債券相比同行此時才超跌了3%。而SVB和簽名銀行在破產前一周的股價分別從最高點回撤了62%和69%。

股票和債券的一個本質區別就在於對信息的敏感度，由於債券（存款本質上是對銀行的債權）享有優先償還權，其持有人對影響公司（銀行）基本面的信息並不在意，股票的償還權排在最後，其持有人自然最為在意。這也是股票市場波動率遠高於債券市場的原因。

對於政策制定者而言，銀行股票回報的顯著下降是預測危機的實時指標。研究者建議，相較於讓政策制定者僅僅支持流動性，以防止隨後的恐慌爆發和對宏觀經濟的負面衝擊最小化，在銀行危機的早期階段及時調整

銀行資本結構很重要。對於SVB和簽名銀行來說，這一建議格外具有意義。2022年底的財報顯示，他們在資本充足率和槓桿率兩個主要指標上都滿足監管要求，部分指標還好於銀行業的平均表現。

### 無保險存款佔比越高越危險

美國監管當局宣布SVB和簽名銀行救助方案的第二天，姜薜偉等四位財經專家發表了他們對美國銀行業整體財務狀況的研究。通過將4844家銀行匯報的資產負債表信息進行MTM計價（按同期房地產抵押貸款債券、商業抵押貸款證券及國債ETF的價格變動）估算後發現，2022年第一季度到2023年第一季度的貨幣政策收緊導致了美國銀行業在同期的資產市值相對於賬面價值減少了2萬億美元，大約相當於總資產的10%。

從銀行的資本結構來看，負債端的構成通常是10%的股本，63%的有保險存款和23%的無保險存款和債務。從股本佔資產的比重來看，從尾部的8%到頭部的14%，銀行之間的差別不大。但SVB的無保險存款佔賬面資產的比重高達78%，佔按MTM計價資產的92%，一旦風吹草動就有被擠兌的風險。

作為對比，簽名銀行、花旗、第一共和（First Republic Bank）、摩根大通、高盛這一比重分別為90%、77%、68%、53%和48%。事後來看，簽名銀行和第一共和銀行遭遇擠兌並不出奇。

假如存款無保險的儲戶有一半去銀行提款，銀行按市價出售資產滿足這些儲戶之後，剩餘資產無法覆蓋有保險的儲戶的銀行將達到186家。假如無保險的儲戶都去銀行提款，資不抵債的銀行將達到1619家。如果考慮到資產集中出售，價格需要折價處理，遇到困難的銀行數量將明顯提升。

顯然，FDIC之前的監控體系，對於無保險存款佔市值計價資產比重這一指標的重視程度不足。由於健康的銀行也可能被擠兌擊垮，SVB遭遇擠兌後，美國監管機構不得不在救助方案中將未保險存款也完全納入保險。即使如此，也依然造成了儲戶的恐慌心理。這自然引發了美國財政部在是否提高存款保險的金額的抉擇上踟躕不前。

接下來有三大重要觀察點：

第一是通脹能否在壓力下快速回落，目前美聯儲關於繼續加息抑制通脹的表態，有可能使銀行儲戶及投資者進一步緊張，加劇存款搬家現象。

第二是FDIC是否將25萬美元存款保險上限提高（例如50萬美元），甚至臨時性地取消限制，覆蓋全部存款。FDIC季報顯示大部分銀行財務表現穩健，切斷恐慌情緒至關重要。

第三就是私募基金投資者的舉動，一級市場的定價更新不像二級市場那麼頻繁，可能一些私募基金遭遇的損失還沒有反映到財報中。如果投資者擔憂即將公布的一季度財報，對私募基金的擠兌將惡化市場流動性。

## 產業政策助力科技突圍



廟堂江湖 沈凌

德國波恩大學  
經濟學博士

任正非一直堅持不讓華為上市，是因為不想被短視資本所制約，造就了企業埋頭苦幹的基因。最新消息稱，華為聯合多家國內企業基本實現了14nm以上EDA（電子設計自動化）工具的國產化，2023年將完成對其全面驗證。EDA是芯片設計不可或缺的重要部分，涵蓋積體電路設計、排線、驗證和模擬等所有流程，貫穿芯片全產業鏈，被稱為「芯片之母」。今次突破意味著，華為以手機為代表的消費電子系列產品可以重新進入推陳出新的良性循環中了。

中國高科技產業被卡脖子，美國人已經不再遮遮掩掩了，也並不是針對某一家中國企業。所以，我們也應該充分發揮自身的體制優勢，集中資源辦大事。不過，半導體產業大基金的進展一直不理想，這種運作模式也值得反思。過去大基金實行的策略是，通過資本市場收購、整合既有公司，然後爭取轉手獲取差價。有IPO前突擊入股，賺取一二級市場差價的；有試圖收購海外高科技公司，轉到國內上市，賺取不同市場估值差價的；甚至乎，有公器私用、從中謀取利益的。

無論以上哪一種，缺乏的都是實實在在長期奮鬥的準備，是不可能真正獲得高科技突破的。

近期中國芯片產業掀起反腐風暴，反映出監管部門已經意識到了問題所在。新一屆政府將高質量發展，高科技突破放到了無與倫比的重要位置。中國科技創新已經是華山一條路，沒有其他

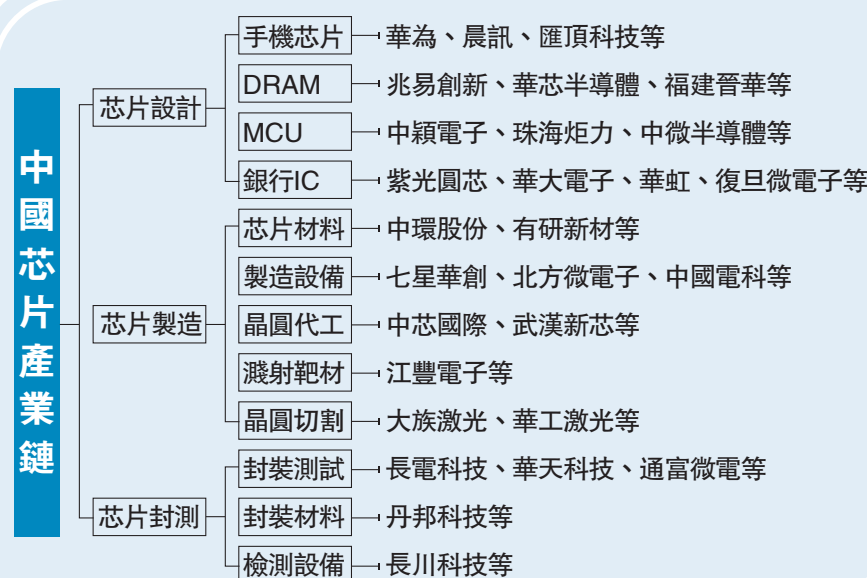
可以討巧的辦法或者路徑了。產業政策本來就是我們的強項，現在美國人也開始抄中國的作業，更加說明「集中力量辦大事」的原則沒有錯。問題是如何才能達成既定的產業政策的目標？或者更加進一步，如何才能高效、迅速、事半功倍地達成政策目標？

### 加大基礎設施投資

產業政策的財政支出並不一定普惠性的，而往往是對某一領域或某一行業存在偏向性。而一旦到了目標行業領域內，產業政策的支出還是需要盡可能地採用市場經濟的原則去分配資源，鼓勵企業公平競爭。政策資金需要與市場主體相結合，利用市場主體的高效管理體制，而不是在市場經濟中實行行政干預。

而產業政策的目標，應該是盡可能改善行業內的基礎設施水平，而不是直接下場代替企業去做事。例如，在芯片領域，有沒有基礎設施需要企業合作共同努力的地方？如果有，那就是半導體國家產業基金應該參與和投入的地方。改善了這些基礎設施，企業自然能夠獲得降低了的交易成本、提高產出效率。這些好處最好讓企業去實現，從而重新投入生產和科研，形成正循環。

產業政策的效用，其實有很多成功的案例。上世紀八九十年代，中國的市場經濟剛剛開始，各地發展經濟，最容易「卡脖子」的地方就是交通。所有的企業都希望有高速公路，但是這不是當時的任何一家民營企業能夠單獨完成的。我們的高速公路網就是在政府推動下建立起來的，通過制度創新，吸引資金進入到這個看上去很「公益」的領域，最終解決了這個卡脖子問題。



## 貼近二手定價 新盤銷售熾熱



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

踏入3月份，新盤市場明顯回歸熱鬧，發展商推盤攻勢一浪接一浪。本月繼屯門NOVO LAND 2B期打頭陣即時大收旺場後，再有元朗雨後接續登場，反應同樣理想。剛過去的星期六就「輪到」屯門飛揚2期及何文田站瑜一同期發售，由於兩個新盤同時以「驚喜價」登場，銷售成績理想。與此同時，東九龍KOKO MARE亦已開價，並有機會趕及於今月底開售。換言之，今個月將有多達五個新盤登場，較上月只有兩個新盤推售大幅增加，重返疫情前新盤旺場的情況。

隨著最新財政預算案將中、低價物業的釐印費有所調低，中、低價物業交投顯著增加，加上疫情期間，新盤銷情放慢，累計新盤又大幅增加，發展商累積一定的清貨壓力，近日更罕有地出現發展商ALL IN推盤，即「晒冷式」一口氣將新盤所有單位一次過推出，反映發展商有意趁機加快出貨。



▲新盤市場趨熱鬧，何文田瑜一ALL IN 1B期的183伙、屯門飛揚2期ALL IN 400伙，令過去周末、周日，新盤銷售創近幾個月新高。

### 美國銀行業收入及盈利指標變化（%）

項目	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度	2022年 二季度	2022年 三季度
淨息差	2.35	2.34	2.32	2.53	2.83
非息收入佔比	36.08	34.59	35.71	33.72	31.27
資產收益率	1.21	1.09	1.01	1.08	1.20
淨資產收益率	11.97	10.95	10.42	11.54	13.09