

歐美銀行脆弱性盡顯



宏觀漫談 羅志恒

粵開證券
首席經濟學家

今年3月以來，硅谷銀行、瑞信銀行等歐美銀行相繼爆雷，引發市場對於國際金融風險蔓延的擔憂。雖然這些局部風險已在監管部門的及時救助下基本平息，但在歐央行激進加息導致宏觀流動性收緊的背景下，銀行資產負債表的脆弱性逐漸暴露，流動性風險及銀行信任危機仍不容忽視。

歐美金融風險未緩解

美國中小銀行流動性危機：以硅谷銀行為代表。硅谷銀行破產主要是源於美聯儲加息引發的資產端國債投資下跌、負債端存款流失。具體到硅谷銀行，在於存款客戶結構單一，以及低息環境下過於激進的經營策略，即配置了過多的長期資產，缺乏足夠的現金及等價物，導致利率轉向後難以應付存款快速流失，最終引發流動性風險。一是負債端層面，硅谷銀行的儲戶多為初創期科技企業和風投機構，利率上升導致其估值下降、財務成本上升，快速消耗現金並提取存款。二是資產端層面，硅谷銀行將大量存款用於購買期限較長的美國國債與抵押貸款支持證券（MBS），加重了期限錯配。三是2018年後美國監管放鬆，中小銀行積累較多風險。

歐洲大型銀行破產危機：以瑞信銀行為代表。瑞士信貸銀行作為瑞士第二大銀行、30家全球系統性重要銀行之一，陷入了破產危機。瑞信與硅谷銀行不同，其危機的原因是內控存在系統性問題，以及風險事件導致的情緒共振。瑞信風控和管理存在嚴重問題，投資爆雷、醜聞不斷，投行業務是「重災區」，產生大規模虧損及資金外流。2022年，瑞信投資銀行、財富管理、商業銀行、資產管理四大板塊的稅前淨利潤分別為-40.3億瑞郎、1億瑞郎、9.9億瑞郎和0.3億瑞郎，投行業務拖累顯著，遭遇巨大的贖回壓力，僅僅一個季度內，其存款就流出了超過1400億瑞郎，現金及等價物降幅達到60%。

風險傳染鏈條漸形成

美國商業地產貸款的違約風險：本輪美國房地產市場風險並不在於居民住宅按揭貸款，而是商業地產貸款。美國商業地產貸款會受到美聯儲收緊貨幣政策的嚴重衝擊。其一，美聯儲加息，商

業地產現金流惡化；其二，利率上升，商業地產估值下降；其三，中小銀行流動性緊張，商業地產再融資難度加大。

更糟糕的是，美國商業地產貸款違約可能與中小銀行破產形成惡性循環。一方面，中小銀行是商業地產貸款的主要來源；另一方面，商業地產貸款在中小銀行中形成巨大的風險敞口。於是便會形成「商業地產貸款違約→中小銀行破產→商業地產再融資更加困難→更多商業地產貸款違約→更多中小銀行破產」的風險傳染鏈條。而銀行破產風險的救助難度和成本，將遠高於近期已基本完成處置的美國銀行流動性風險，後者只需央行及時發揮最後貸款人的職能，向風險銀行注入流動性、阻斷擠兌風潮即可；而前者還涉及銀行的破產清算、對存款戶的存款賠付、防止銀行破產引發交易對手的連鎖倒閉等，最終需要財政買單。因此，銀行破產風險對實體經濟和金融體系的破壞性要更嚴重。

新興市場經濟體面臨全球美元流動性風險：一是經常賬戶惡化，二是資本流出壓力，三是海外融資困難，四是國內信貸收緊。美國憑藉「美元霸權」地位，向全世界輸出美元。但當美聯儲收緊貨幣政策，美元流向發生逆轉，常常會誘發其他經濟體爆發經濟金融危機，特別是那些經濟基本面和金融體系較為脆弱的新興市場經濟體。典型案例有1997年東南亞金融風暴、1980年代拉美債務危機等。

對中國影響可控

海外金融風險主要通過兩條傳導渠道影響中國：一是資本市場的情緒傳染，海外金融市場動盪，會加劇避險情緒，導致中國的資產價格波動；二是國際貿易渠道，海外金融風險導致全球需求下行，出口下滑拖累中國經濟增長，當前外貿下行壓力已有顯現。

綜合來看，海外金融風險對中國的影響總體可控。首先，中美經濟周期錯位，中國經濟處於穩步恢復當中，美國經濟則由滯脹轉向衰退；其次，中國私人部門的海外融資風險已經緩解；再次，中國貨幣政策以我為主，金融體系能夠更好地服務實體經濟。

此外，美國濫用「美元霸權」地位，削弱了其他國家對美元的信心；多國已逐步開啟「去美元化」，為加快人民幣國際化進程提供了機遇。一是全球央行增持黃金，美元儲備貨幣地位下降；二是多國在雙邊貿易中引入新的結算貨幣，美元結算貨幣地位下降。《歐洲時報》稱，目前已有俄羅斯、伊朗、阿聯酋、沙特、委內瑞拉、土耳其、印尼等30多個國家正逐漸在貿易結算或投資中轉向使用人民幣。



受歐美對俄羅斯實施金融制裁、美聯儲激進加息導致歐美銀行危機等因素影響，一些國家已經逐步去美元化。

今年年初，中國與巴西達成協議，不再使用美元作為中間貨幣，而以本幣開展貿易。這一消息被解讀為中巴兩國共同推動「去美元化」，甚至被放大為「美元霸權的瓦解」。實際上，俄烏戰爭及歐美對俄羅斯實施金融制裁、美聯儲激進加息及歐美銀行擠兌危機，兩大風險事件促使部分國家調整對美元資產的配置，旨在強化本國金融安全。

國際貿易走向去美元化

衛社

大學之道 清和

智本社社長

2008年金融危機宣告本輪經濟全球化的終結，國際金融體系從崩潰走向分裂。俄烏戰爭引發二戰以來最嚴重的歐洲地緣政治危機，其最嚴重的後果是歐美與俄羅斯之間的能源供應鏈、金融供應鏈硬脫鉤。

一方面，去俄油氣的激進政策製造了一個「破窗效應」，歐美國家不惜以短期的經濟代價來換取長期的供應鏈安全。歐美國家以在岸、近岸、友岸和供應多元化為原則重構供應鏈，加速推動能源去俄化、技術封鎖升級和產業轉移。

另一方面，歐美對俄羅斯金融制裁產生了政治「連鎖」。那些意識形態、政治制度與歐美不完全相同，但在貿易和金融上高度依賴於歐美的國家，擔憂歐美掌控的貿易與金融控制權對其構成安全威脅，進而主動改變國際貿易與金融格局。

多國強化本幣交易

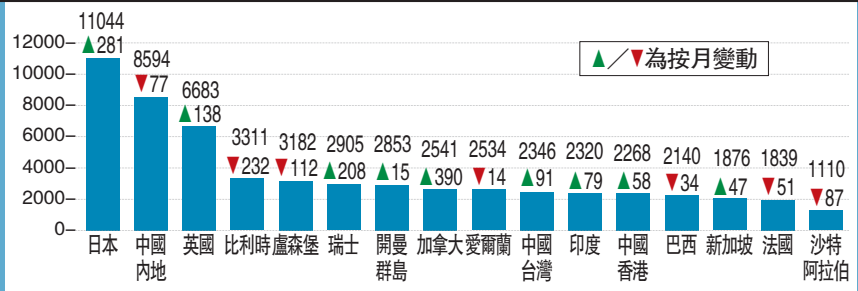
如今，全球貿易版圖正在進入大變局時期，呈現兩大分裂之勢：以美元為核心的歐美體系和正在強化本幣地位的非歐美體系。

美國基於「友岸生產」原則增進與歐洲、澳洲、加拿大的經貿關係；基於「近岸生產」原則拓展與墨西哥的經貿關係；基於「供應多元化」原則大力發展與東盟、印度的經貿關係，啟動印太經濟框架，推動訂單與產業從中國轉向東盟和印度。近些年的經貿數據顯示，北美、歐洲、澳洲、日韓、東盟、印度正在形成更加緊密的經貿關係和新的商品、能源、技術和金融產業鏈。

中國也在努力增強與東盟、俄羅斯、沙特及中東國家、巴西及南美國家、哈薩克斯坦及中亞國家的貿易與金融關係。2022年，東盟替代了歐美國成為中國第一大貿易夥伴，對東盟進出口金額達到9753億美元，同比增長11.2%。歐美將訂單轉移到東盟，東盟又大量從中國進口中間商品。以越南為例，美國是越南最大的出口國，中國則是越南最大的進口國。

中國正在加強能源多樣化貿易，增進與俄羅斯、蒙古、哈薩克斯坦、沙特、巴西及南美國家的能源和大宗貿易合作。俄烏戰爭後，中俄貿易關係顯著增強；數據顯示，2022年，中俄貿易額同比增長29.3%，達到1902.72億美元。其中，中國對俄出口761.23億美元，增長12.8%；中國自俄進口1141.49億美元，增長43.4%。2022年底，中國與沙特雙方簽署了全面戰略夥伴關係協議，增進在能源、基礎設施等領域的投資、貿易與合作。2022年中國與沙特雙邊貨物進出口額為1160億美元，同比增長33.1%。為了降低對北美和澳洲的大宗進口依賴，中國還加大對蒙古、哈薩克斯坦、巴西及南美的煤炭、石油、原材料和糧食進口。

今年1月美債持有國家或地區排名



資料來源：美國財政部

在俄烏戰爭之後，「安全與發展」替代了「和平與發展」成為當下的主旋律。經濟全球化已從退潮走向分裂，國家安全、地緣政治和意識形態推動國際貿易與金融分裂，出現「強美元化」、「去美元化」兩大分離之勢。

石油人民幣露崢嶸

國際貿易分裂，國際金融必然走向分化：歐美貿易體系對應的是美元金融體系，非歐美貿易體系對應的是非美元金融體系。

國際貨幣為國際貿易提供結算工具，國際貿易為國際貨幣提供信用支撐。在信用貨幣時代，國際貨幣的信用來自國際貿易和投資的購買力。2008年金融危機後，「石油美元」發生了微妙的變化。頁岩氣革命幫助美國從石油進口國轉變為石油淨出口國，美國對中東石油的依賴大大下降，外交戰略開始重回亞太。沙特小薩勒曼王儲也意識到單一外交戰略風險正在增加，着力推動自主外交和多邊外交。近些年，美國與沙特外交關係漸行漸遠，「石油美元」也愈加名不副實。

俄烏戰爭爆發後，美國弱化中東、強化印太、馳援歐洲，俄羅斯又無暇顧及，中國則加強了與沙特的能源貿易和基礎設施投資方面的合作。今年，中國還促成了沙特與伊朗復交。此外，中國與沙特一直協商在石油貿易和投資上用人民幣結算。

市場紛紛猜測，是否能出現「石油人民幣」，以取代「石油美元」。所謂「石油人民幣」，是指中國與石油輸出國、原材料出口國之間的石油等大宗貿易用人民幣結算。例如，中國與巴西之間的貿易與投資可以使用人民幣結算。

信用貨幣的國際地位，取決於本國能夠提供多大價值的商品。中國能夠提供大量有價值的商品，持有人民幣的石油輸出國、原材料出口國購買。中國大規模的廉價商品出口是人民幣結算的一個重要支撐。然而，石油輸出國、原材料出口國往往是貿易順差國，持有大量的人幣可能面臨外匯風險。例如，2021年沙特對中國貿易順差約200億美元，按當前匯率計算折合1300多億元人民幣。沙特國家主權基金一般將美元配置在美債等美國金融資產上，他們該如何處理手中的人幣外匯？

中國努力推動與俄羅斯、巴西、沙特之間的「商品—資源」貿易，試圖從中增加人民幣的結算份額。政府力量或許可以增加本幣結算份額，但

「石油人民幣」能否形成，最終還看國際市場是否買單。

國際金融加速分化

美國借助俄烏戰爭的機會重新團結歐洲，擴大北美自由貿易區，進一步強化盎格魯撒克遜朋友圈，拉攏日韓構建全球芯片產業鏈，實施印太戰略、擴大與東盟及印度的貿易，打造新的歐美貿易及金融體系，以大宗商品為核心的「石油美元」逐漸過渡到以高科技為核心的「芯片美元」。

一邊廂，歐美—美元體系依然是主體，且愈加強化。美元在全球貿易的結算比重依然超過60%，國際儲備的比重也達到60%。過去20年間，日本、歐元區、東南亞、英國、瑞士、其他主體持有美債量持續增加。在硅谷銀行破產、瑞信爆雷後，國際資本紛紛擁抱美債避險。美聯儲、加拿大央行、英國央行、日本央行、歐洲央行和瑞士央行還實施貨幣互換操作。

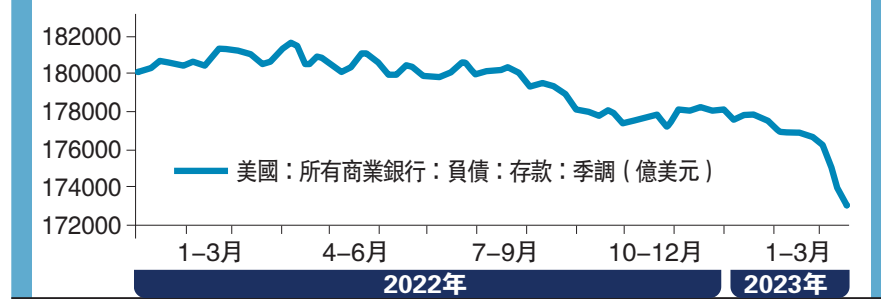
另一邊廂，非歐美貿易—非美元體系的份額可能將有所增加。中國、俄羅斯、巴西、沙特政府均掌握央行和大量國有企業，方便推動去美元化和提高本幣的貿易份額和儲備份額。巴西央行發布的一份報告顯示，截至2022年年底，人民幣佔到了巴西外匯儲備總量的5.47%，超越歐元佔比的4.74%，成為巴西第二重要的外匯儲備貨幣。

美國財政部公布的2023年1月國際資本流動報告（TIC）一定程度上反映出這兩種背離趨勢。在增持國家或地區中，持有最多美債的日本增持281億美元，漲幅創2021年8月以來新高；英國增持138億美元；加拿大增持390億美元；三地投資者合計貢獻了外資淨買入美債的169%。

在減持國家或地區中，沙特以疫情高峰期以來的最快速度減持美債，庫存降至6年多以來的最低水平；中國內地減持77億美元，為連續第6個月減持美國國債，持有美債規模在2013年5月達到創紀錄的13159億美元後，下降到今年1月份的8594億美元。

值得注意的是，巴西、沙特及東盟討論或實施去美元化行動，並非真正脫離歐美—美元體系，而是一種在國際貿易分裂、金融分化之中的多邊安全策略，以及在美聯儲加息美債價格大跌、金融風險大增之際的投資避險策略。隨著國際貿易版圖分裂加劇，國際金融在加速分化，各國均使用政治力量為自己的貿易和貨幣保駕護航、構築護城河。

美國商業銀行存款還在持續流失



資料來源：Wind，粵開證券研究所

購買力強 樓市反彈仍未完



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

整體市況漸入佳境，二手穩中向好，一手交投在各區新盤並起之下，更是大幅彈升。本文見報之時，正值復活佳節，普遍發展商配合節日，透過我們代理推出不同優惠迎合不同買家所需，為有意入市的買家，提供一個「決斷」入市的理由。

樓市氣氛尚佳，刺激地產代理「搵食指數」提升，故從業員人數再度錄得增長。據地產代理監管局最新數字，截至3月底，持牌代理人數錄41074人，按月再增36人，已連升兩個月。據市場統計，3月整體物業註冊錄逾8500宗，按月增逾60%，創20個月新高，若以此計算，平均約4.8人爭一張單，屬近期較易開單的一個月。

個人認為，4月一手市場將繼續火熱，加上新盤將浪浪登場，估計將承接3月份旺勢，全月有望錄得約2500成交；至於二手市場則因一手搶盡焦點，相信交投將暫時靠穩，樓價則將在整固中慢慢攀升。
「美聯樓價指數」最新報154.72點，

按升0.72%，本年迄今升約5.94%；「美聯信心指數」最新報64.2點，走勢平穩，已經連續14周高於平均點。

近期有言論指出，一手發展商正以低價開售新盤，二手交投亦見放緩，似乎意味樓市回升勢頭即將告終。筆者對此不表苟同，因為其實市場購買力仍然豐盈，只不過是暫時在不同板塊之間流轉，例如由二手轉移至一手，以及轉移其他樓市板塊。

一手交投固然暢旺，但是值得注意的是，其他樓市項目的交投隨市況同步向上。據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，3月至30日止，工商註冊量共錄481宗，較2月全月268宗按月急升近80%。至於純車位及其他註冊，亦錄得580宗，較2月全月錄得的297宗，大漲約95.3%，升幅接近1倍。雖然註冊個案一般主要反映前一個月市況，但已經充分反映整體樓市交投的「大收旺場」。

以上數據足證樓市購買力充沛，而二手近期交投整固，只屬資金在不同板塊之間流動，無需過分憂慮。短期而言，只要市場保持當下活躍氣氛，加上一手買家漸漸回流二手市場，相信本港樓市將出現另一波上升動力。