

## 社交媒體放大金融風險

中金點睛 李昭 楊曉卿

中金公司研究員

隨著歐美政府一系列救助措施出台後，市場對銀行體系的擔憂似乎基本平息。但金融風險真的已經排除了嗎？是否會有新的機構「爆雷」？這幾個問題的答案對未來政策抉擇與資產定價至關重要。

主流觀點把本次銀行危機定性為銀行資產巨虧引發的流動性危機：美聯儲自去年開始激進加息，利率上行導致債券資產大幅貶值。銀行持有較多債券類資產，因此資產端出現巨額浮虧。銀行儲戶擔心銀行資不抵債，於是競相提取存款，最終引發存款擠兌。

筆者完全認同資產虧損是銀行危機的重要觸發因素之一。但資產損失無法較好解釋其他銀行的出險狀況：NBER（美國全國經濟研究所）在2023年3月的一篇工作論文調查了近5000家美國銀行的資產負債表，發現竟有500多家銀行的資產損失幅度超過硅谷銀行，但並未倒閉。而簽名銀行與第一共和銀行的資產浮虧佔所有者權益比重只有30%至40%，遠低於硅谷銀行，反而遭遇了擠兌危機。瑞士信貸則是一個更為極端的例子，它的資產浮虧佔所有者權益比重不足1%，卻暴露了嚴重問題。

筆者認為巨額資產損失只是銀行爆雷的觸發因素之一。除此以外，未保險存款佔比、客戶特徵、重大經營失誤、財報缺陷、潛在風險敞口等因素同樣可能觸發銀行危機。特別有一點需要注意，就是社交網絡興起，加劇金融系統的脆弱性。

過去幾十年社交媒體蓬勃發展，客觀上加速了負面消息傳播速度，容易放大儲戶恐慌情緒，加劇銀行擠兌，形成惡性循環。大量行為經濟學理論和實證研究表明，少數意見領袖可能驅動大量群體的集體行為。硅谷銀行爆雷後，美國多位科技和金融領域極具影響力的意見領袖在Twitter上公開發言，推動事態迅速升級，銀行擠兌話題同時也在WhatsApp、Slack等社交媒體蔓延發酵。譬如，PayPal聯合創始人Peter Thiel發推表示已將旗下創始人基金（Founder's fund）存放於硅谷銀行的全部資金撤出；對沖經理Bill Ackman在推特上發文敦促政府和其他大銀行立即施以救助措施。

在社交媒體驅動下，硅谷銀行於3月9日單天存款流出達到420億美

元，約佔存款總額的四分之一，是2008年IndyMac銀行和First Republic Bank of Dallas遭擠兌時存款流出峰值的45倍與350倍。次日，硅谷銀行宣布被FDIC（聯邦存款保險公司）正式接管。美聯儲副主席Michael Barr事後表示，硅谷銀行被接管當日的提款請求峰值達到1000億美元，大幅超過了其能夠提供的抵押品金額，因此只能被迫關閉。根據美國參議員Warner表述，硅谷銀行事件可能是第一次社交媒體驅動的銀行擠兌，也是美國史上速度最快的一次銀行擠兌。

### 智能手機加速銀行擠兌

2023年4月發布的一篇學術論文，研究了社交媒體在銀行擠兌中起到的助推放大作用。該研究通過將「硅谷銀行股票」與「硅谷銀行」本身相關的推特內容分離，可以觀察到社交網絡討論一開始聚焦於硅谷銀行股票，即股票投資者對銀行風險的關注度提升。隨後大量網絡討論轉移到針對硅谷銀行存款，意味著儲戶對銀行風險的關注度隨之顯著提升，這也反映出投資者對討論硅谷銀行風險對銀行儲戶情緒存在溢出效應。

研究同時發現，推特討論度較高的銀行在硅谷銀行擠兌過程中平均會受到15%的額外負面衝擊。在銀行擠兌集中爆發的時段，即便是中性言論也可能對股價形成負面衝擊。這意味着，社交輿論衝擊可以進一步從硅谷銀行外溢到其他社交媒體關注的銀行。社交媒體在本次銀行擠兌中的作用也引發美國監管層面關注。美聯儲主席鮑威爾曾表示，監管政策需要因時而變，以應對數字信息化為銀行帶來的新風險。

在智能手機和網上銀行興起之前，儲戶只能在銀行的營業時間前往銀行營業點排隊等待取款，天然地對銀行擠兌起到了緩衝效果。但移動互聯網的發展打破了時間和地域的限制，大幅削弱了擠兌發生後銀行對存款的控制能力，加快存款流失速度。研究表明，2020年爆發的新冠疫情加速了中小企業的數字化轉型。2022年美國手機銀行滲透率已經超過線下渠道，其中25至44歲的人群使用手機銀行的比例已經超過60%。

本輪銀行危機彰顯了社交網絡的作用：儘管社交媒體用戶對金融事件的認知未必準確理性，但社交網絡情緒仍可能影響事態演進，既可以表現為提取存款，也可以表現為賣出股票。這種強烈的短期群體行為常常能放大金融風險，加大了系統不穩定性。



▲美國新增非農就業人數或於三季度跌至每月約10萬人，經濟步入衰退的風險較高。

今年一季度美國經濟仍保持一定韌性，但信貸緊縮或導致私人投資下行及勞動力市場疲軟，下半年美國步入衰退概率較高。雖然短期美聯儲仍可以將通脹視為重點，但中長期看，經濟衰退風險預計將逐步成為貨幣政策制定的重要影響因素。因而美聯儲5月後停止加息概率較高，同時不排除今年降息的可能性。

# 美衰退風險增 下半年料減息



經濟把脈 明明

中信證券固定收益  
首席分析師

美國2023年一季度實際GDP環比折年率錄得1.1%，低於前值2.6%以及預期2.0%的水平。一季度實際GDP環比上升主要由於消費支出、出口、政府支出，以及非住宅固定投資的增長，而私人存貨變化大幅下降、住宅固定投資負增長及進口有所增加導致經濟增速有所放緩。

### 下半年經濟將明顯轉弱

商品和服務消費增速均反彈導致美國消費支出超預期增長。個人消費支出環比從1.0%（2022四季度）上升至3.7%（2023一季度），對GDP的貢獻率為2.48%。個人消費支出環比增長，主要因為商品和服務消費均出現反彈，尤其是耐用品。一季度美國商品消費環比增長6.5%，為2022年一季度以來首次正增長，上升主要由耐用用品中的機動車及零部件主導。一季度美國服務消費環比增長2.3%，增速相較2022年四季度有所上升，增長主要由醫療保健服務和餐飲住宿服務推動。

私人存貨變化超預期驟降，為一季度美國經濟最大的拖累項。一季度，美國私人存貨變化從1365億美元大幅下降至-16億美元，對於GDP環比折年率的貢獻率為-2.26%，主要是由批發貿易（主要為機械、設備和用品）和製造業（主要為其他運輸設備及石油、煤炭產品）減少導致的。美國需求放緩推動企業補庫意願下降，因而私人存貨變化下降。

住宅固定投資仍然環比負增長，但降幅相較2022年四季度有所縮窄。住宅固定投資2023年一季度環比折年率為-4.2%，前值為-25.1%，其對一季度實際GDP環比折年率的貢獻率為-0.17%，住宅固定投資主要的拖累項為新建單戶住宅建設。貨幣緊縮背景下，利率敏感的房地產市場從銷售至開工受到了較大的抑制，因而住宅投資自2021年二季度開始環比負增長。但近期抵押貸款利率由於美聯儲加息預期逐步見頂而回落，住房銷售以及住房開工短期有所反彈，但長期而言未來住房銷售以及住宅投資在高利率會持續的背景較難樂觀。

非住宅投資增速下降明顯，由2022年四季度的4.0%下降至2023年一季度的0.7%，對GDP的貢獻率僅為0.1%。非住宅投資環比增速下降主要是由於，設備投資的下降抵銷了建築和知識產權產品投資的增加，貸款條件收緊、企業利潤下降疊加未來經濟增長的不確定性推動非住宅投資較快下行。

政府支出仍然增長強勁，進口和出口環比增速均由負轉正，但淨出口對美國經濟的提振作用持續下降。一

季度聯邦政府支出環比增速為7.8%，對GDP的貢獻率為0.49%。聯邦政府支出環比正增長主要由於非國防支出主導，同時由於州和地方政府僱員報酬上漲，州和地方政府支出環比增長2.9%。一季度美國進口和出口環比均有所增長，其中出口環比增長4.8%，進口環比增長2.9%。由於出口中商品項的增長一部分被服務項的減少所抵銷，同時進口環比增速由負轉正，因此淨出口對GDP的貢獻率進一步下降，為0.11%。具體而言，出口增加主要由食品和汽車以外的消費品的增加所推動，進口增長則主要由耐用消費品和汽車、發動機及零部件推動。

雖然美國一季度經濟仍保持了一定韌性，但是未來信貸緊縮的逆風或導致美國經濟更快下行，今年下半年經濟步入衰退概率較高。隨着美國銀行經營壓力逐漸顯露，尤其是中小型銀行，信貸或超預期緊縮，未來經濟軟着陆概率較低，淺衰退的概率在進一步降低，今年下半年美國經濟增速存在負增長的可能性，預計將主要由私人投資（包括住宅投資、非住宅投資與私人存貨變化）拖累，下半年勞動力市場預計將趨於疲軟，因而美國經濟衰退風險較高。

### 信貸緊縮冷卻就業市場

高利率背景下房地產市場難有起色，住宅投資預計將持續。美國抵押貸款利率持續處於約為2019年兩倍的水平，住房銷售及開工雖然由於利率下降有所回升，但仍處於較低水平，房價仍處於下行階段。由於經濟距離全面惡化（包括勞動力市場疲軟）還存在一定距離，短期降息無望，預計信貸將進一步緊縮，進而房地產市場將持續面臨逆風，直至降息後某個時點。

通脹下行疊加薪資增長黏性預計將支撐美國消費，但勞動力市場降溫也將一定程度減弱消費的增長。基於對於超額儲蓄的測算，疫情衝擊後居民獲得的超額儲蓄對於消費的支撐作用預計將於今年二季度趨於有限。勞動力市場趨弱預計將一定程度拖累美國消費，但居民名義收入放緩、通脹下行將導致實際收入增速繼續上升，因而美國消費未來下行幅度或偏小。

信貸緊縮預計將在未來更大程度地抑制美國企業投資，而投資以及消費需求下降預計將導致美國去庫趨勢持續。貸款條件收緊及貸款利率上升抑制貸款需求，都將增大企業經營壓力並削減企業利潤空間。目前美國企業整體積桿水平較高，因此流動性收縮預計將導致未來企業投資較快下行。而隨着投資需求疊加消費需求的下降，預計企業補庫需求減弱，或引發私人存貨未來進一步下降。

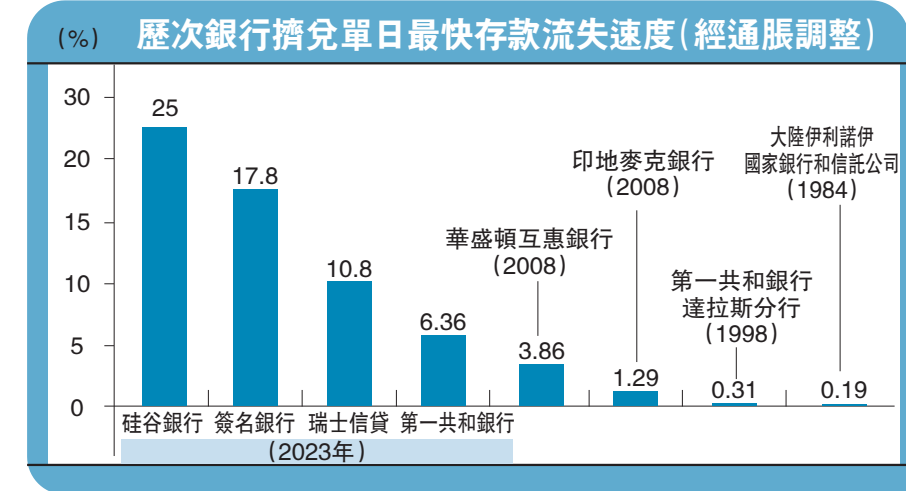
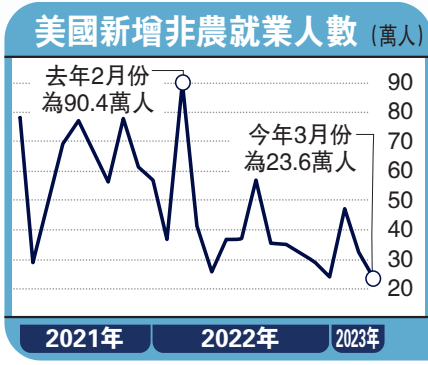
雖然財政支出提升、出口增加一定程度利好美國經濟，但其推動作用有限，較難逆轉美國經濟放緩至衰退

的趨勢。雖然財政支出往往在經濟放緩時持續上升，但由於美國通脹黏性較高，此輪財政支出較難大幅擴張構成較厚的經濟緩衝。同時，即使未來進口需求逐步減少，淨出口對經濟構成正貢獻，但回顧歷史來看，淨出口增加對美國經濟的拉動作用也比較有限，較難阻止美國經濟步入衰退。

在高利率持續及銀行存款流失的背景下，未來信貸緊縮的幅度或加劇勞動力市場疲軟，進而導致今年下半年美國經濟步入衰退。存款流向貨幣市場基金、國債等金融資產導致存款的派生能力減弱，可用信貸資金縮減，並且存款流失將加劇銀行（尤其是中小銀行）的經營風險、導致貸款投放下降。同時高借貸利率也會導致居民信貸需求放緩。貸款供需兩端收縮預計將導致信貸增速未來更快地下降，推動勞動力市場更快降溫。員工短缺程度較低、市場集中度較低（小企業佔比較高）的行業勞動力市場或將遭受更嚴重的打擊，例如，建築業、製造業、房地產租賃業、金融保險業、零售業等。3月非農就業數據中，這些行業新增就業人數已經出現疲軟，甚至負增長。新增非農就業人數三個月均值或於今年下半年，最早於今年三季度下觸至10萬人（經濟衰退較為準確的同步指標），因而美國經濟於今年下半年步入衰退的風險較高。

在硅谷銀行事件後，較多美聯儲官員表示，銀行信貸緊縮將有助於抑制通脹，進而減輕加息壓力。多位官員亦表示信貸緊縮幅度具有不確定性，需密切關注信貸緊縮未來態勢。對於美國通脹壓力而言，目前商品項通脹已明顯緩解，住房項通脹預計在今年二季度出現拐點。美國通脹黏性主要為除住房外核心服務項通脹，通脹上行風險主要在於勞動力市場繼續緊張及能源價格。

筆者認為，未來信貸緊縮有望推動勞動力市場降溫，進而推動美國通脹核心黏性部分（除住房外核心服務項通脹）出現下降趨勢，屆時美聯儲貨幣緊縮壓力將大幅緩解，將為未來美聯儲降息留出空間。考慮到美國銀行業將繼續承壓，美聯儲5月後停止加息概率較高，美國經濟下半年不確定性較高並且難言樂觀，陷入衰退概率較高，因而不排除今年降息的可能性。未來需密切關注存款流失程度、信貸緊縮幅度以及勞動力市場變動。



## 星洲樓市加辣 利香港吸引人才



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部  
行政總裁 (港澳)

新加坡推出樓市加辣措施，為熾熱的樓市降溫。4月27日起，外來人士在新加坡置業的額外印花稅（ABSD），由原先的30%大升至60%，勢必打擊移民及置業的意欲。

過去一段時間，特區政府公布一系列「搶人才」計劃。而新加坡此時為樓市「加辣」，則不利於吸引人才。若特區政府當下「減辣吸才」，將有助加速本地經濟復甦。現時本港各項樓市辣招正掣肘市道向旺。故此，筆者呼籲政府考慮寬免合資格專才來港置業需付的三成辣稅，令疫後經濟加快復甦，為未來發展帶來新動力。

其實「辣招」已屬不合時宜的措施。綜合稅務局今年一季度三項住宅辣稅個案（包括15%新住宅印花稅、BSD及SSD）宗數合計共錄767宗。若與同期整體住宅（包括一手私樓及二手住宅）1.5646萬宗相比，實際僅佔約4.9%，較2015年四季度高達42.1%的

佔比，已明顯大幅減少。

因此，特區政府目前維持實行各項樓市「辣招」，只會窒礙經濟及樓市的復甦力度，故此希望特區政府趁今次新加坡樓市「加辣」的契機，盡快「減辣」，甚至撤辣加速「搶人才」。

### 豪宅市場交投升溫

說回樓市，今年以來本港樓市「價量齊升」，除了筆者睇好的中型及中小型物業有亮眼表現之外，其實超豪宅市場亦有同步跟上，實屬樓市另一值得注意的板塊。據美聯物業房地產數據及研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料顯示，本月截至4月24日，逾億元新盤成交量錄35宗，較去年同期15宗急升逾133%。若與往年同期作比較，今年逾億元新盤銷售宗數更創《一手住宅物業銷售條例》生效後的十年同期第三高，表現相當不俗。

作為傳統豪宅市場「重鎮」的山頂南區，根據美聯統計，山頂南區3月份錄得約19宗買賣成交，按月急升近2.2倍，同期成交金額更錄得約62.89億元，按月大幅飆升近15倍，反映資金正流入超級豪宅市場。