

►今年初，紐約社區銀行因貸款損失激增，為補充資本擬減少分紅，觸發其股價暴跌。



美聯儲自2022年3月份啟動本輪加息周期以來，儘管自2023年9月起停止加息，但降息窗口一再延後。最新市場消息顯示，限制性貨幣政策、高利率的負面影響正在逐步顯現。美聯儲在平衡緊縮不足與緊縮過度的關係上依然如履薄冰。

美商業地產風險步步緊逼

集思廣益 管濤
中銀證券
全球首席經濟學家

2023年3月，美國硅谷銀行因美聯儲緊縮、美債收益率飆升，造成債券投資巨額浮虧，最終破產清算。時隔一年多，大洋彼岸的日本第五大銀行——農林中央金庫因同樣原因不幸「中招」。這家成立於1923年的百年老店主要服務於日本的農業、漁業和林业合作社。6月19日，該銀行突然對外宣布，正在籌劃於2025年3月31日前逐步出售價值約10萬億日圓（約合630億美元）的美國和歐洲主權債務（國債），以止損組合投資交易，並考慮多元化投資。

農林中央金庫同大多數機構投資者一樣，誤判了海外利率走勢。原以為美聯儲和歐洲央行會很快減息，但事與願違。特別是由於長短端利率持續倒掛，對美國短期債券的投資浮虧大於長期債券投資。

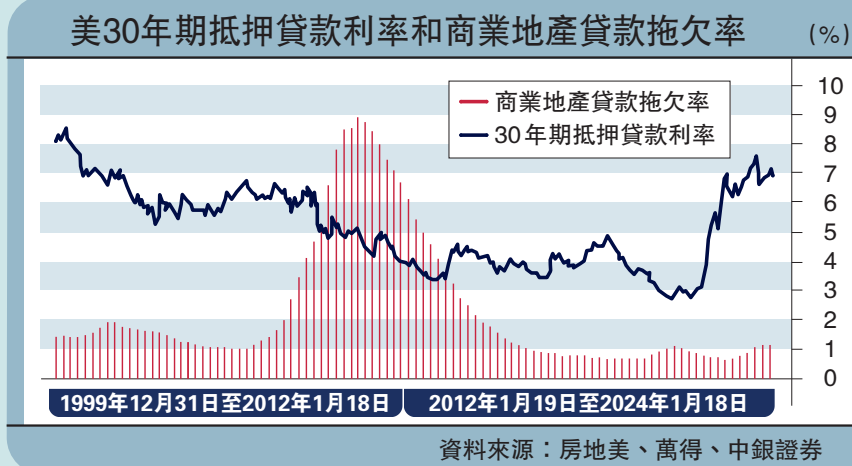
1999年以來，為應對資產泡沫破滅後的通貨緊縮、經濟停滯，日本央行實施了一系列非常規貨幣政策。此舉倒逼日本金融機構大舉增加海外資產運用，尋找更高回報的投資機會。據日本央行統計，到2023年底，日本國內銀行持有的證券資產中，外國證券佔比27.8%，較1994至1999年平均值上升15.5個百分點。相信如農林中央金庫這樣海外投資「失手」的情況，在日本機構投資者中應該不是個案。

市值料將蒸發近2萬億

今年美聯儲首次降息時點一再延後，對美國金融體系自身的壓力也不小。據美國聯邦存款保險公司（FDIC）統計，截至2024年一季度末，美國所有銀行未實現的證券投資損失5165億美元，為連續九個季度巨額浮虧。當季新增浮虧389億美元，上季浮虧減少2063億美元。這主要反映了經濟和通脹韌性超預期，美聯儲緊縮預期重估，美債收益率上行的影響。同時，2年期和10年期美債收益率分別上升36和32個基點，上季為分別下降80和71個基點。

近日，美國銀行最新報告顯示，一項由英國購物中心支持的貸款（商業抵押貸款支持證券，CMBS）的AAA級部分投資者罕見遭遇虧損。同時，巴克萊銀行的報告顯示，以曼哈頓中城百老匯一棟大樓的抵押貸款為支持的3.08億美元票據的AAA部分的購買者也遭遇虧損。這是2008年金融危機以來，商業地產支持的最高評級債券首次出現此類損失。

上述罕見的爆雷事件表明，歐美金融系統可能存在一些嚴重的問題，即便是最高信用等級的投資也不再安全。同時，上述CMBS的爆雷與商業地產關係密切，表明歐美商業地產價值的下降可能比市場預期更為嚴重。惠譽曾發布分析報告警告稱，2008年房地產市場崩潰的暴跌，迄今為止，寫字樓價值已跌去約四成，但美國商業地產市場尚未觸底。穆迪預計，到2026年美國商業地產市值或將蒸發2500億美元（約1.95萬億港元）。



2007年次貸危機以來，美國銀行業對房地產貸款的總體風險暴露降低，但對商業地產貸款的暴露增加，美國小型國內特許銀行在這方面表現尤為突出。據美聯儲統計，到2024年一季度，美國所有銀行的貸款和租賃資產中，房地產貸款佔比45.1%，較2007年底回落10.5個百分點；房地產貸款中，商業地產貸款佔比53.6%，上升9.5個百分點。同期，美國所有銀行商業地產貸款中，小型國內特許銀行佔比67.2%，上升14.3個百分點。

新冠疫情之後，許多上班族選擇居家辦公，導致商業地產空置率上升。根據穆迪最近的一份報告，2024年一季度，全美辦公樓空置率達到創紀錄的19.8%，而疫情前平均約為17%，預計到2026年將進一步升至24%。通常情況下，債務展期是常規操作，但目前30年期房地產抵押貸款利率為7%左右，加息前僅略高於3%。利率高企加上商業地產租賃市場低迷，業主只得債務違約，銀行也被迫承受商業地產貸款損失增加。

今年初業績爆雷、股價崩盤的美國紐約社區銀行就是冰山的一角。2021年末，該行商業地產貸款總額為109億美元；2022年收購旗星銀行後，年末貸款升至228億美元；2023年收購簽名銀行後，年末進一步升至386億美元。當地時間1月31日，紐約社區銀行披露，因貸款損失激增，為補充資本擬減少分紅，觸發其股價暴跌。這讓市場一度風聲鶴唳，以為硅谷銀行事件會捲土重來。

貨幣政策左右為難

5月初，美聯儲發布了2024年春季金融穩定報告。報告指出，根據對25個聯繫人的調查結果，通脹上升和貨幣政策收緊的影響仍然是最受關注的風險。該風險於2022年春季報告排名近期前四大金融風險次席，但自2022年秋季報告起持續名列榜首。受訪者指出，通脹再度加速可能會使利率保持在比先前預期更長的時間。同時，幾位聯繫人暗示美聯儲可能在降息方面落後於曲線，或者在經濟突然下滑的情況下可能行動不夠迅速。

房地產市場壓力尤其是商業地產的壓力再次被頻繁提及。該風險自2023年春季報告以來名列前四大風險，最新排名為第三位。受訪者繼續將利率上行視為該行業的主要阻力，並指未來幾年的到期壁壘或帶來再融資風險，給價格和估值帶來進一步的壓力。商業地產風險敞口可能會對銀行體系產生負面影響，美國小型和區域性銀行的脆弱性尤其高。

此外，受訪者還擔心銀行業壓力

有可能再次出現。該風險自2023年春季報告以來也是持續打榜近期前四大風險，最新排名第四位。受訪者指出，除商業地產風險敞口外，利率可能比之前預期的更長時間保持在較高水平，這或是潛在存款新一輪流出的催化劑。

其實，美聯儲也很擔心緊縮過度的風險。美聯儲已多次明確表示，通脹回到2%不是降息的門檻，不論是通脹持續回落抑或就業意外疲軟，都有可能觸發降息。2024年3月份美聯儲更新利率點陣圖時，將2024年美國經濟增長預測值由1.4%大幅上修至2.1%，高於其估算的潛在增速1.8%，卻維持了年內三次降息的預測不變，直到6月份再次更新點陣圖時才縮減至一次。美聯儲對於金融市場的呵護可見一斑。

股市和房市等資產估值上升的財富效應，正替代疫情期間給家庭發錢形成的、逐漸消耗殆盡的超額儲蓄，繼續支撐着美國強勁的個人消費支出，進一步助推美國經濟擴張。根據6月份國際貨幣基金組織（IMF）、世界銀行和經合組織（OECD）的預測，2024年美國經濟增長預測值分別為2.6%、2.5%和2.3%，均高於美聯儲的預測值，也高於美聯儲估算的潛在增速，且都指向美國經濟「不着陸」。

當地時間6月27日，IMF對外表示，鑒於通脹存在顯著的上行風險，只有在明確的證據表明通脹正在可持續地回到2%的目標後才可以謹慎降息。此外，如果未來幾個月的通脹數據升溫，可能不得不認真考慮進一步加息的可能。

據FDIC統計，2024年一季度列入「問題銀行名單」的有63家、總資產821億美元。這些問題銀行都是小銀行，比2023年第四季度增加了11家、158億美元。FDIC同時表示，這個問題尚不足慮，因為「問題銀行」的數量僅佔銀行總數的1.4%，處於非危機時期佔比1%至2%的正常範圍。

此外，美國所有銀行商業地產貸款的拖欠率雖然持續攀升，但也仍處於非危機時期佔比1%至2%的正常範圍。從這個意義上講，美聯儲還可以心懷僥倖地繼續等待時機，這也就意味著高利率對美國經濟和金融的影響會持續更長時間。但鑒於政策傳導的滯後性，等到經濟突然下滑時再降息恐為時已晚。

聽着腳下斷斷續續傳來冰河開裂的聲音，估計現在美聯儲是患得患失：降息早了，有經濟「不着陸」、二次通脹的風險；降息晚了，又有經濟「硬着陸」、泡沫破裂的風險。

人幣匯率宜適度放鬆

民生國計 陶川
民生證券研究院首席經濟學家

今年以來，內地股債走勢開始逐步「匯率化」：即在合理均衡水平上波動。各類人民幣資產均呈現區間震盪、波動率下降的特點，似乎形成了低波動的均衡。但這種均衡是不穩定的，過度追求資產價格的平穩，實際上會制約經濟政策的空間，進而削弱了經濟基本面對資產價格的支撐。當前，股、債、匯均進入市場關鍵點位，誰先打破這一均衡？筆者認為匯率可能正給出答案。

近期人民幣匯率緩慢爬升：美元兌離岸人民幣一度升至7.3，美元兌在岸人民幣匯率也升至7.27。與2022年、2023年匯率升至7.3附近不同，現階段匯率波動似乎與此前有所不同：此前美元兌人民幣匯率一度對美元指數「脫敏」，但眼下敏感度顯著回升。

以往匯率與美元指數從相關性下降回到回升的過程是：美元兌人民幣匯率上行——中間價與匯率偏離度加大——匯率對美元敏感度下行——美元兌人民幣匯率下行——中間價與匯率偏離度收斂——匯率兌美元敏感度回升。

最為典型的是2023年8月至12月：8月開始匯率上行，並隨後維持在7.3附近，中間價與匯率偏離度維持高位；匯率兌美元指數逐步「脫敏」；11月上旬美元指數下行，匯率下行，中間價與匯率偏離度收斂，二者相關性逐步回升。

與以往經驗不同的是：當前美元仍在高位，匯率仍在小幅上行，匯率反而對美元的敏感度提升。我們計算過去20個交易日的美元兌人民幣與美元指數相關性發現：今年二季度以來，美元兌人民幣匯率與美元指數相關性逐步下降，二者相關性一度為負，而從6月上旬開始，二者相關性逐步從負值區間回升至0.9的水平。

除了對美元的敏感度外，近期中間價的調整也「暗藏玄機」。6月美元對人民幣匯率上行219點，中間價也同步上調了180點，這也是自去年8月以來，中間價單月累計上調幅度的次高值，僅次於今年1月的212點，而作為對比，今年1月美元兌人民幣上行了875點。因此，6月中間價上調基本與美元兌人民幣匯率上行高度同頻的情況，在過去一年當中較為少見。

一系列的「蛛絲馬跡」或說明：人民幣匯率的運行模式相比之前已在悄然變化，那麼這背後的原因是什麼？日圓領銜亞洲貨幣貶值潮，是推動人民幣匯

率校正的重要誘因。首先，人民幣貶值有日圓「拖後腿」的因素。作為主流貨幣中的低息貨幣，近兩年人民幣和日圓的相關性顯著提升，日央行持續偏鴿的貨幣政策，同時日本當局持續放任日圓貶值，導致6月美元兌日圓快速走高，也是帶動人民幣匯率校正的一個重要誘因。

提升出口競爭力

其次，亞洲貨幣「競爭性貶值潮」，也是一大重要原因。今年以來，日圓相對美元貶值幅度達14.6%，在亞洲貨幣當中「遙遙領先」，遠高於在岸人民幣2.5%的貶值幅度，也高於新台幣（-6.2%）、韓圓（-7.2%）的跌幅。在外匯市場，亞洲貨幣聯動性較強，如2022年、2023年均出現亞洲貨幣大幅貶值的現象。

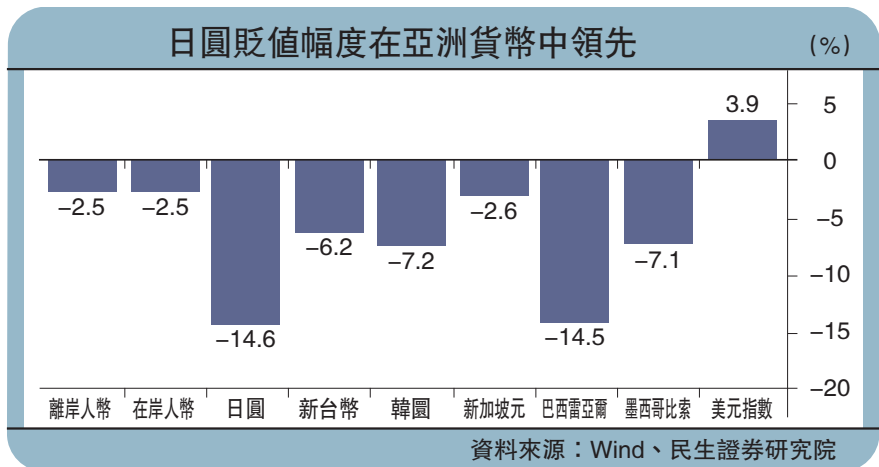
尤其是今年大幅貶值的日圓也的確轉化成出口的高增速，各個貨幣進行競爭性貶值的動機也更強烈。今年以來，日本出口增速穩步提升，當前已在亞洲遙遙領先：5月日本出口同比增速升至13.5%，高於韓國（11.5%）、中國台灣（3.5%）。貨幣大幅度貶值的確轉化為高增速的出口，這也使得各個貨幣當下進行「競爭性貶值」的可能性增加。

關稅擾動不斷，人民幣匯率校正為出口企業減負也在情理之中。二季度以來，一些國家針對從中國進口的部分商品提高了關稅，主要集中在新能源汽車、光伏組件、鋰電池等出口「新三樣」，這部分商品也是過去兩年維持國內出口韌性強的主要來源。

當下如果人民幣匯率能夠適當放鬆，一方面有助於增厚企業出口賬面利潤，另一方面也可以對沖關稅提高對中國出口商品的競爭力的損傷，為出口企業減負，所以匯率校正也在情理之中。

匯率有望扮演「破局者」的角色，人民幣資產節奏也將迎來切換。當下，資產價格均衡、貨幣政策、匯率政策，短期內相互制約，股市、債市、匯市均面臨一定考驗，缺乏明確的方向。外匯市場開始出現校正的跡象，考慮到各類政策調整的利弊，最先打破平衡的可能是人民幣匯率。

一旦匯率確認校正，那麼當下人民幣資產的均衡也將打破：貨幣政策的空間隨之打開，經濟增長預期和現實均可有望修復，映射到資產端則是：匯率校正，國內利率曲線的彈性和空間增大；同時，人民幣資產風險偏好有望修復，對股市無疑是一個利好。



放慢推地助穩樓市 一手交投料反彈

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部行政總裁

儘管「全撤辣」消息一度令樓市「亢奮」，但在息口壓力下，近月樓市慢慢歸於平靜，連帶特區政府推地策略亦傾向保守。日前發展局公布本財年上半年（4月至9月）賣地計劃，單計住宅官地，共有兩幅沙田地皮，共提供約850伙。

若與上一個財年下半年（2023年10月至2024年3月）僅110伙相比，大幅急升約6.7倍。但連同市建局及發展商重建項目合計，本財政年上半年合共有約4065個單位，較上一個財年下半年大減一半，並佔全年土地供應1.32萬伙目標僅約三成。相信要全年達標，下半年賣地力度需要加大。

今個財年上半年賣地的數目距離全年目標仍遠，而且今次已是政府連續兩個季度僅推出一幅住宅地「應市」，推地速度明顯放慢，相信可避免重蹈去年賣地接連流標，進一步拖累樓市氣氛的「覆轍」，對整體樓市而言起穩定作用。談起新盤市場，當中啟德跑道區新

盤開出的折實呎價，為區內8年新低，並較同區現時餘貨盤訂價有近三成折讓，開價非常進取，料將受市場歡迎，有望帶動7月份一手交投至約1300至1400宗水平，有力較6月約660宗增加近倍，為下半年樓市迎來「開門紅」。

更多利好值得憧憬

樓價方面，鑒於近期息口走勢存在變數，加上新盤貨尾量正在囤積，二手買賣亦陷入拉鋸，令樓價重回跌勢。美聯樓價指數最新報133.62點，按周跌約0.27%，連跌兩周，本年迄今樓價跌約2.86%，估計短期將維持整固局面。

不過，近日中央政府為了促進香港旅遊業，3月起開放西安及青島居民「自由行」赴港澳；日前更進一步將內地居民自香港進境內地攜帶行李物品的免稅額度大幅提高，有助帶旺本港旅遊業。

最後，隨着投資者憧憬本月召開的三中全會，或再推出提振經濟及樓市的措施，利好整體投資氛圍，繼而惠及香港樓市氣氛，只要配合美國聯儲局未來公布減息時間表，相信未來樓市將逐漸穩步向好，並有望擺脫目前的悶局。