



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第63期）

## 全球金融动荡及其展望

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年4月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会第63期

# 全球金融动荡及其展望

报告人：芦东

2023年4月8日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

# 目录

- 1** 近期全球金融动荡的热点背景
- 2 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对美国金融体系的影响
- 3 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对全球金融市场和我国对外金融稳定的影响

# 硅谷银行倒闭引发的一系列金融动荡

3月8日，硅谷银行为换取流动性出售了价值210亿美元的债券，造成18亿美元实际亏损。3月9日，投资者和储户试图从硅谷银行提取420亿美元。当天，硅谷银行股价暴跌超60%。

3月10日，硅谷银行宣布破产，被FDIC接管，是2008年金融危机以来最大规模的一次银行破产事件，也是美国史上第二大银行倒闭。

3月12日，总部位于纽约的商业银行Signature Bank被纽约监管机构关闭，成为史上倒闭的第三大银行。

3月19日，瑞银收购陷入困境的瑞士信贷。

目前，区域性银行风险仍然存在，本周美国WAL银行股价暴跌，摩根大通CEO警告危机尚未结束

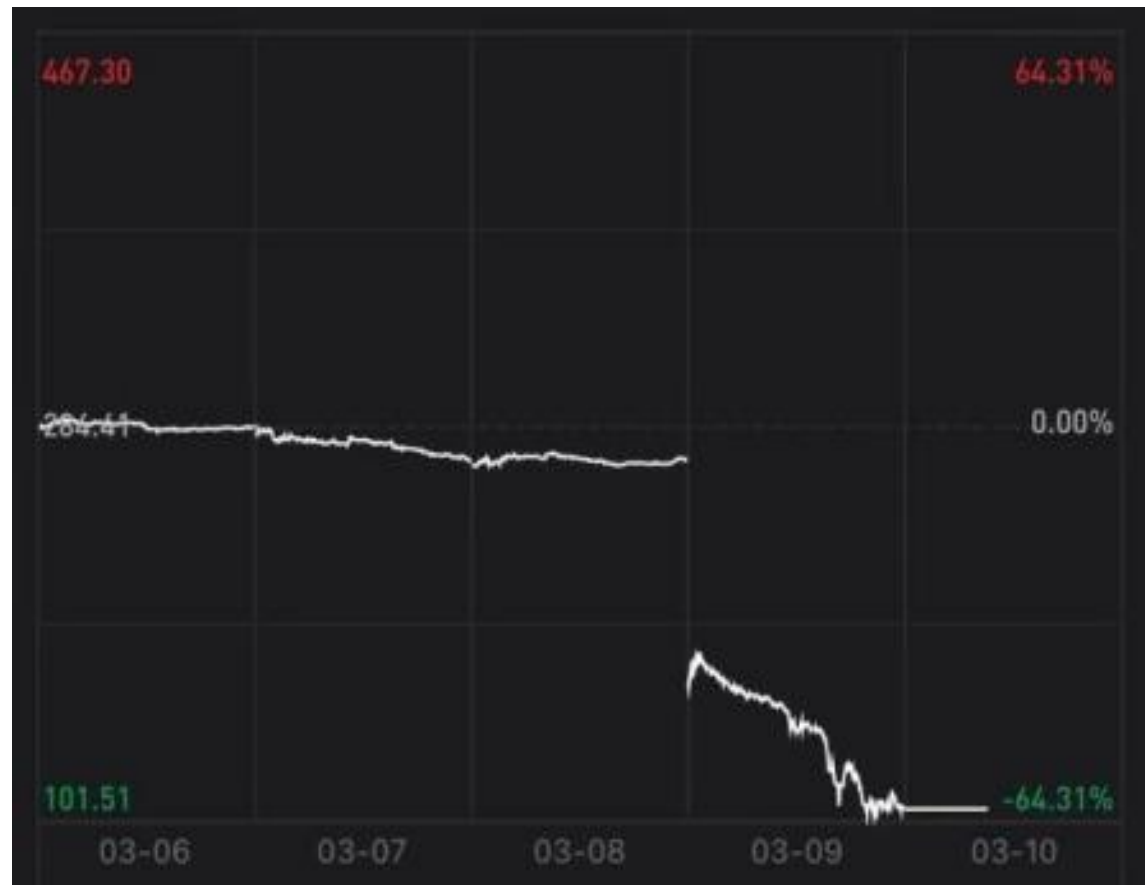


图1 硅谷银行股票走势图

- 硅谷银行

传统挤兑；美联储加息、监管不足；期限错配、风险管理不当

2018年放松了监管：把资产规模超过2500亿美元的银行划为受更严格监管对象

- 瑞士信贷

风险事件频出；经营收入持续亏损；风险管理存在明显漏洞

货币环境，极度宽松到紧缩

- 救助措施

美国：全额存款保险；银行定期融资计划（BTFP）

瑞士：政府促进瑞银收购瑞信，政府担保潜在损失；AT1债券减记

银行动荡带来资金流向美国货币市场基金（MMF）

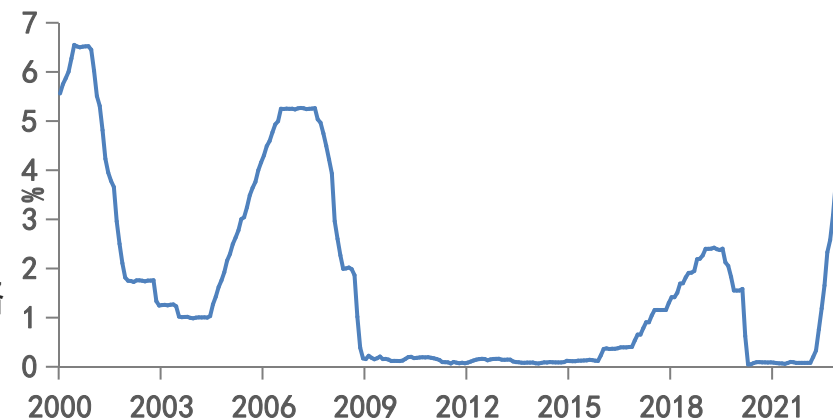


图2 美国联邦基金利率

数据来源：WIND，作者计算

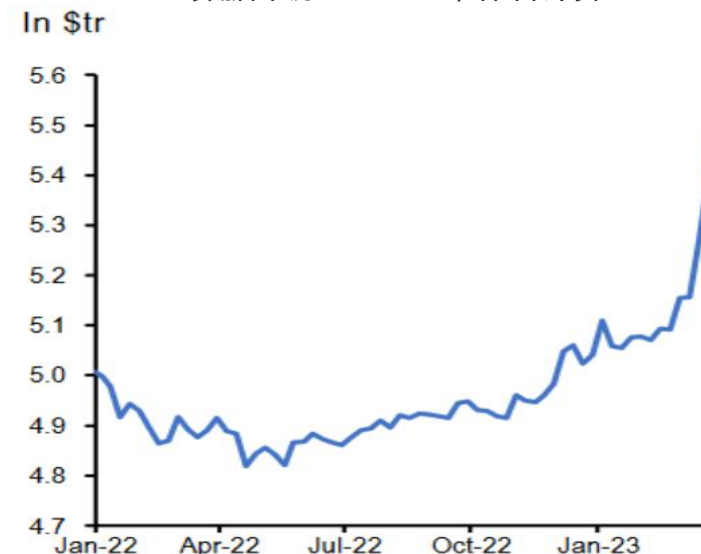


图3 美国货币市场基金的资产管理规模

数据来源：Crane Data, J.P. Morgan, 作者计算

# 目录

- 1** 近期全球金融动荡的情况及政府救助措施评估
- 2** 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对美国金融体系的影响
- 3** 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对全球金融市场和我国对外金融稳定的影响

## 硅谷银行倒闭与2008年金融危机的比较

- 相似

硅谷银行是美国第16大银行，雷曼兄弟当时是美国第四大投资银行，都不是美国最大的金融机构。

- 不同

一是系统重要性不同：硅谷银行业务范围单一，对整个金融系统的重要性相对较低；雷曼兄弟牵涉数万亿美元的衍生产品，其破产会导致剧烈的连锁反应。

二是危机载体不同：硅谷银行的底层资产主要是美国国债和MBS；雷曼兄弟的底层资产为是次级贷款和CDS 等资产证券化产品。

三是经济发展面临的困境不同：当前面临的最大困境是通胀。

## 硅谷银行倒闭是加息背景下的个例，还是全球金融动荡的开端？

- 2022年，美联储持续加息，美债价格暴跌，尤其是中长期国债。

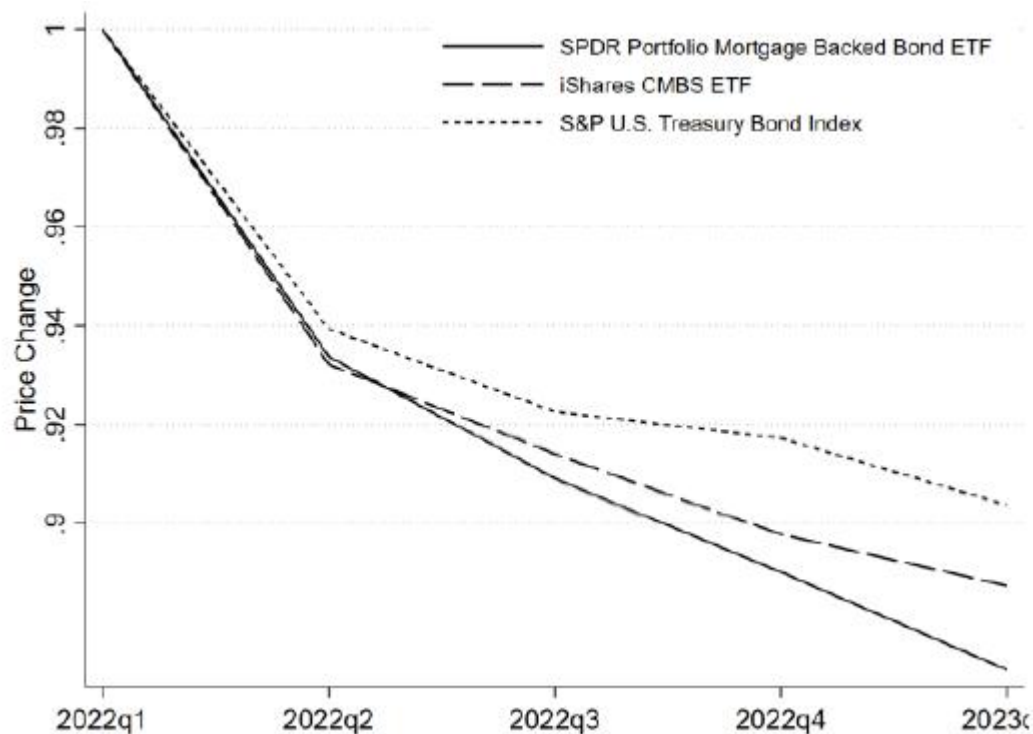


图4 美国RMBS,CMBS, Treasury

数据来源：Jiang et al (2023)，作者计算

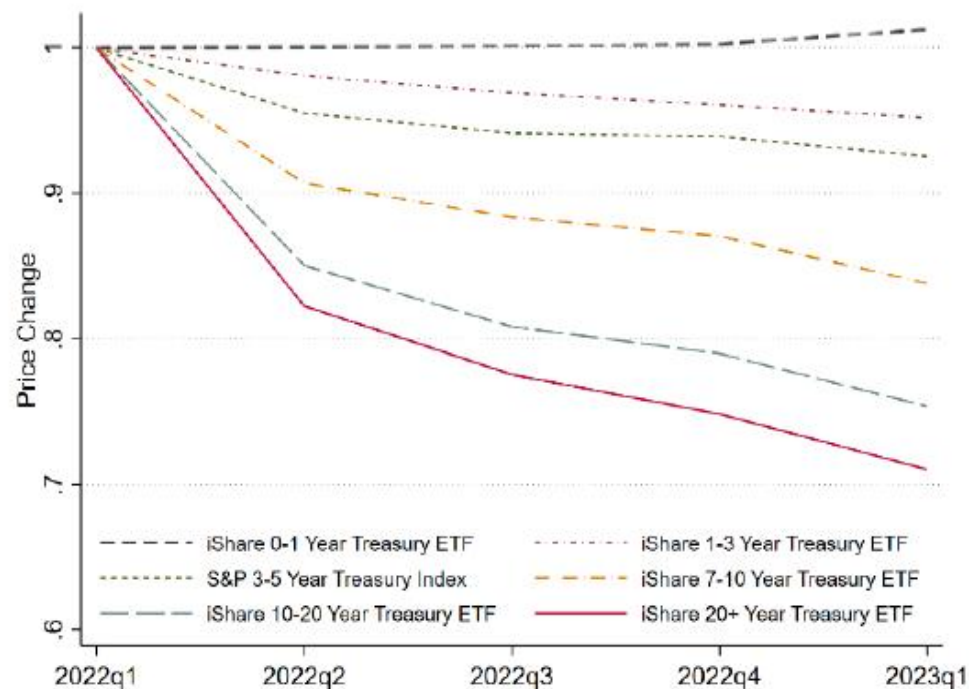


图5 不同期限的美国国债

数据来源：Jiang et al (2023)，作者计算



## 美国的银行业资产端到底有多少潜在问题？

- 中长期美债下跌，硅谷银行过多持有1-5年期国债（56%）
- 银行持有的按市值计价（Mark-to-market）的资产损失，硅谷银行资产价值下降15.7%，约10%的银行的资产下降幅度高于硅谷银行。平均未实现损失为10%，最高的银行的资产下降幅度超过20%。

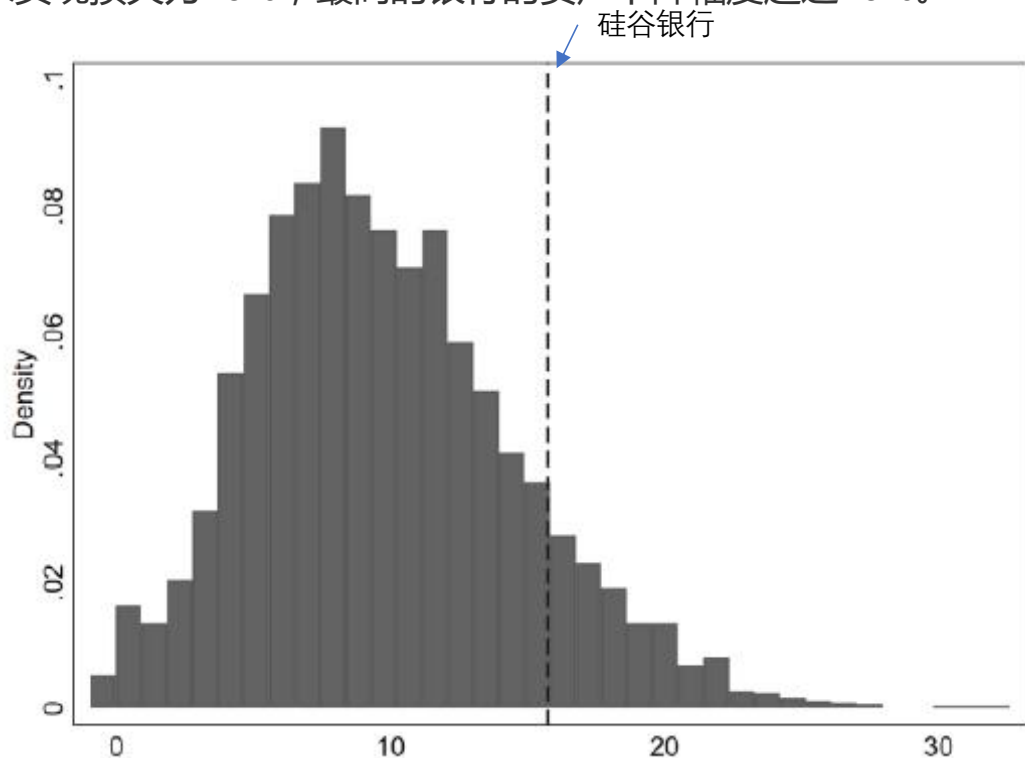


图6 美国所有银行的资产减计幅度

数据来源：Jiang et al (2023)，作者计算

## 美国的银行业负债端到底有多少潜在问题？

- 硅谷银行未受保护的存款占比较高，达到92%，容易引起恐慌和挤兑；但美国银行业的中位数不到30%。

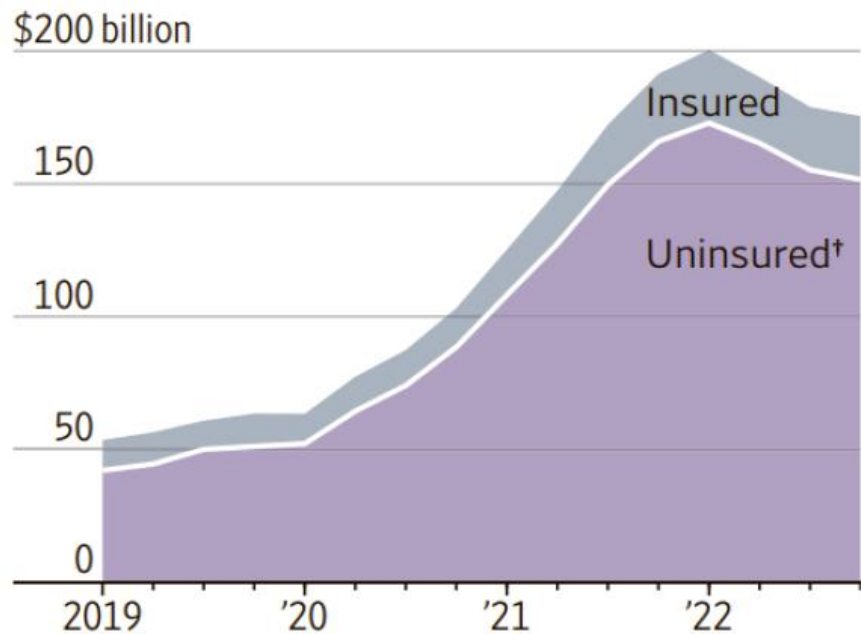


图7 SVB受保存款比例变化

数据来源：SVB年报，作者计算

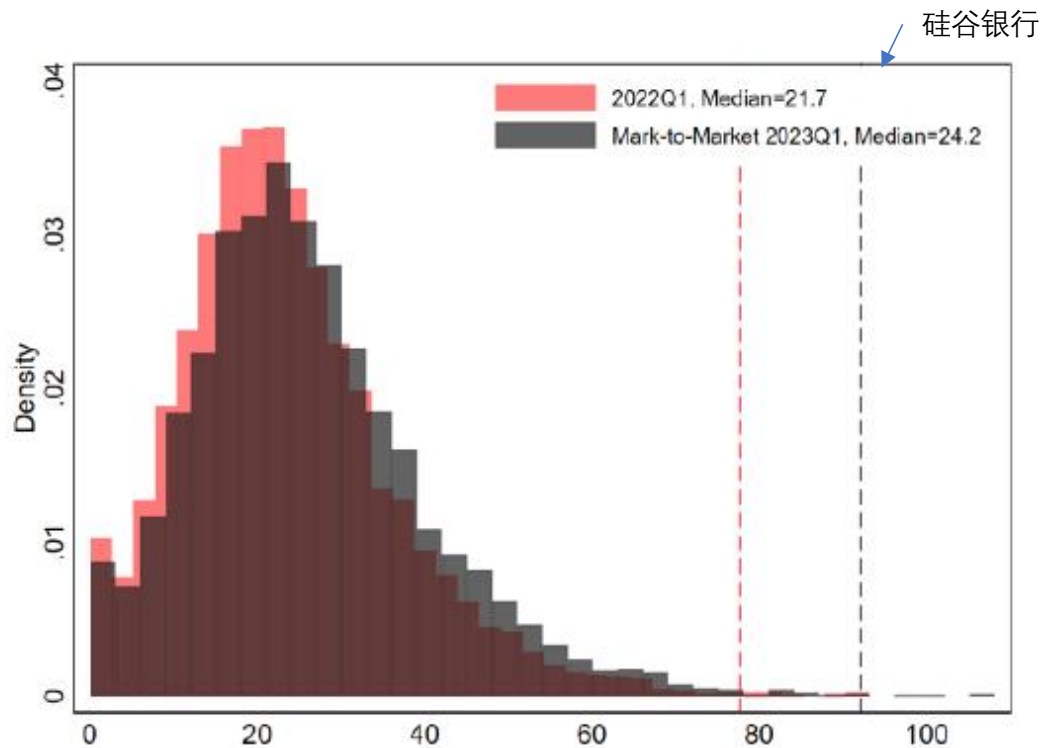


图8 未受保护存款在总资产中占比

数据来源：Jiang et al (2023)，作者计算

# 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对美联储加息进程的影响有限

表1 FOMC会议声明文本对比

- 3月23日，美联储在3月议息会议后宣布加息25bp，将联邦基金利率区间提升至4.75-5.0%。
- 加息幅度与2月份相同，但FOMC声明中表示对近期银行业风险高度关注，对加息的态度有所软化。
- 本次议息会议声明措辞有较多修改，表示对美国银行业有信心，但提示信贷可能进一步收紧施压经济，同时也会抑制通胀，另外删除持续加息的表示（ongoing hikes），取而代之的是“一些额外的政策巩固（policy firming）”

类型	2023年3月23日	2023年2月1日
经济表现	支出和生产温和增长	支出和生产温和增长
	就业持续多月增长强劲，失业率维持低位	就业增长强劲，失业率维持低位
	近期的金融风险问题造成了信用条件收紧，幅度上不确定，银行系统仍单安全有韧性，通胀仍处高位	俄乌战争正带来经济困境，提升全球范围内的不确定性，通胀有所缓解但仍处高位
货币政策	委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标	委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标
	委员会决定将联邦基金理论的目标范围提高到4.75%至5%	委员会决定将联邦基金理论的目标范围提高到4.5%至4.75%
	委员会预计，“一些增量巩固性政策”将是适当的，在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果，货币政策的滞后性以及经济和金融发展	委员会预计，持续提高目标区间将是适当的，在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果，货币政策的滞后性以及经济和金融发展
	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和MBS	委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和MBS
投票情况	全票通过	全票通过

## 美国通胀仍位于高位

- 美国当前CPI 虽较高位有所下降，但仍然处于高位，离长期目标2% 的距离相差甚远，因此美联储仍可能继续实施加息政策。

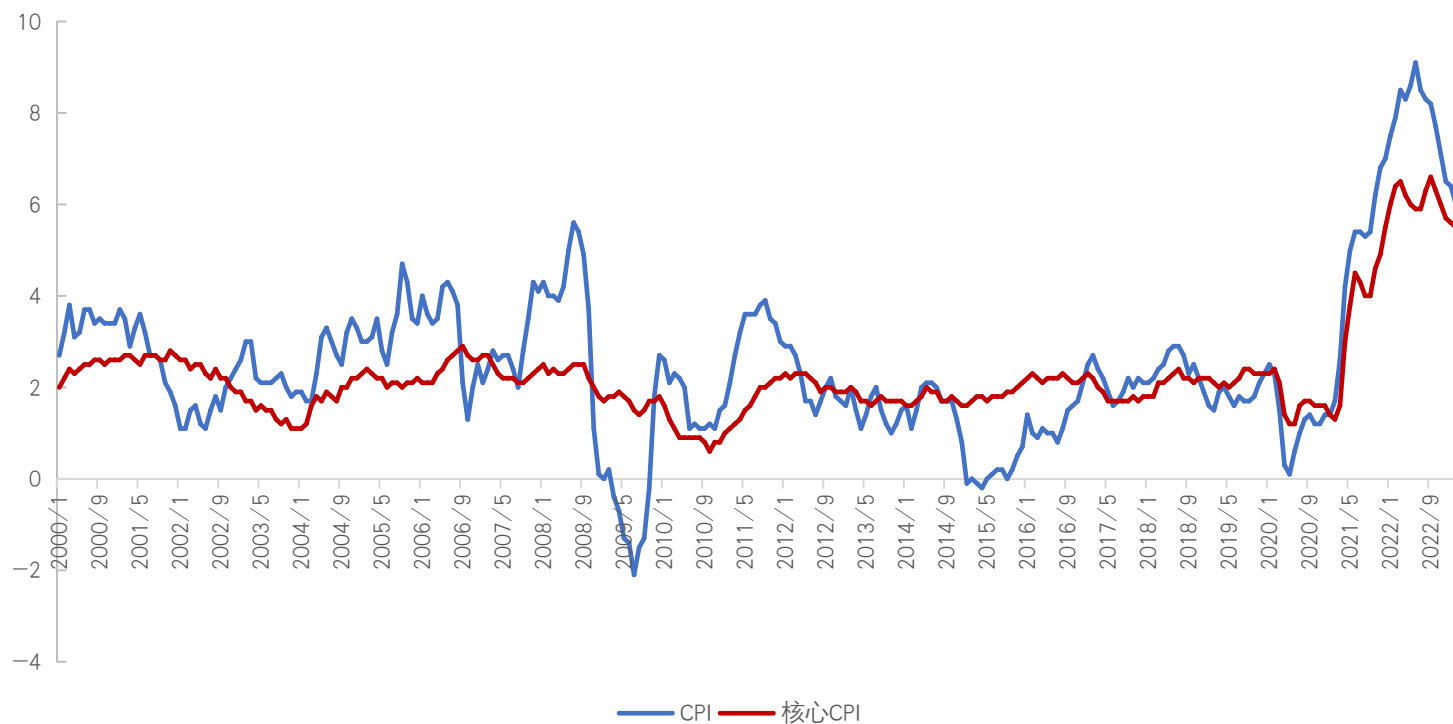


图9 美国CPI和核心CPI走势图

数据来源：WIND，作者计算

# 美联储加息可能放缓，但大方向基本不会改变

- 银行业风险总体可控，且货币政策和宏观审慎政策有各自的目标，货币政策的首要目标是通胀，除非满足以下两点（1）宏观审慎政策力度不足；（2）动用货币政策（降息或者停止加息）以抑制危机的好处大于通胀的坏处（Bernanke, 2020, AER）。
- 考虑到货币政策也会影响到金融体系的整体稳定（Stein, 2012, QJE），加息政策虽有可能放缓，但大方向基本不会改变。

## 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对美国金融体系的影响:小结

- 硅谷银行及签名银行业务在美国银行板块占比较低

硅谷银行持有的债券在美国银行债券板块占比约6%，占美国投资级板块比重仅有1.5%，对系统性重要银行的传染性有限 ( Jiang et al, 2023 )。

- 监管当局的及时介入稳定了市场信心

美国财政部、美联储、FDIC果断采取行动，承诺充分保护所有存款人，为银行体系提供金及流动性支持，这减轻了投资者和储户对金融系统稳健性的担忧，增强市场信心，大幅降低事件外溢效应，降低挤兑风险的发生和蔓延，有利于金融系统的稳定。

- 金融危机后美国金融系统整体风险较低

金融危机后美国监管机构对银行的监管加强，美国金融部门整体降低了杠杆，大幅度提高了资本充足率，提升了抵御风险能力，降低了发生系统性风险的概率。

- 后续演进与美联储加息的力度有关

# 目录

- 1** 近期全球金融动荡的情况及政府救助措施评估
- 2** 硅谷银行倒闭对美国金融体系的影响
- 3** 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对全球金融市场和我国对外金融稳定的影响

## 布雷顿森林体系解体以来，以美元为主体的国际货币体系下，银行危机和货币危机频发...

时期	银行业危机 (次数/年)	货币危机 (次数/年)	外部违约 (平均次数/年)
金本位制 (1870-1914)	1.3	0.6	0.9
世界大战之间 (1925-1939)	2.1	1.7	1.5
布雷顿森林体系 (1948-1973)	0.1	1.7	0.7
大缓和时期 (1973-2008)	2.6	3.7	1.3

数据来源：Bush O, Farrant K, Wright M. Reform of the International Monetary and Financial System[R]. Bank of England Financial Stability Paper No. 13, 2011.



## ...其主要原因是美联储加息带来的美元升值、跨境资本流动大幅波动

	货币危机	1997年 泰国 泰铢危机	1998年 俄罗斯 卢布危机	2001年 阿根廷 比索危机	2014年 俄罗斯 卢布危机
诱因 及 经验 教训	内部诱因	固定汇率制， 房地产泡沫， 股市泡沫。	政局不稳， 财政失衡， 外汇储备不足。	固定汇率制， 财政失衡， 政局不稳。	外债负担沉重。
	外部诱因	美元升值， 投机性货币攻击。	泰国韩国金融 危机传染， 投机性货币攻击。	美联储加息。	油价大跌，美 欧金融经济制 裁，美元升值 预期。
	经验教训	密切关注美元 升值动向， 外汇储备不充 足时固定汇率 风险大， 金融制度完善 应先于金融开 放。	市场制度完善 应先于金融开 放， 要有良好财政 状况和合理债 务结构， 足够外汇储备 的重要性。	密切关注美元 加息， 固定汇率制的 弊端， 要有良好财政 状况和合理债 务结构。	合理外债规模 的重要性， 经济结构单一 （过度依赖石 油出口）的危 害， 密切关注美元 升值动向。

资料来源：作者总结

## 对国际金融市场的影 响：美元指数和全球恐慌指数

硅谷银行破产导致市场对于美联储未来加息节奏的重新定价，美元指数下行，非美货币普遍升值。全球恐慌指数VIX创下2022年新高。随着硅谷银行破产风波逐渐平息，VIX指数逐步回落至硅谷银行破产之前的平均状态且趋于平稳。

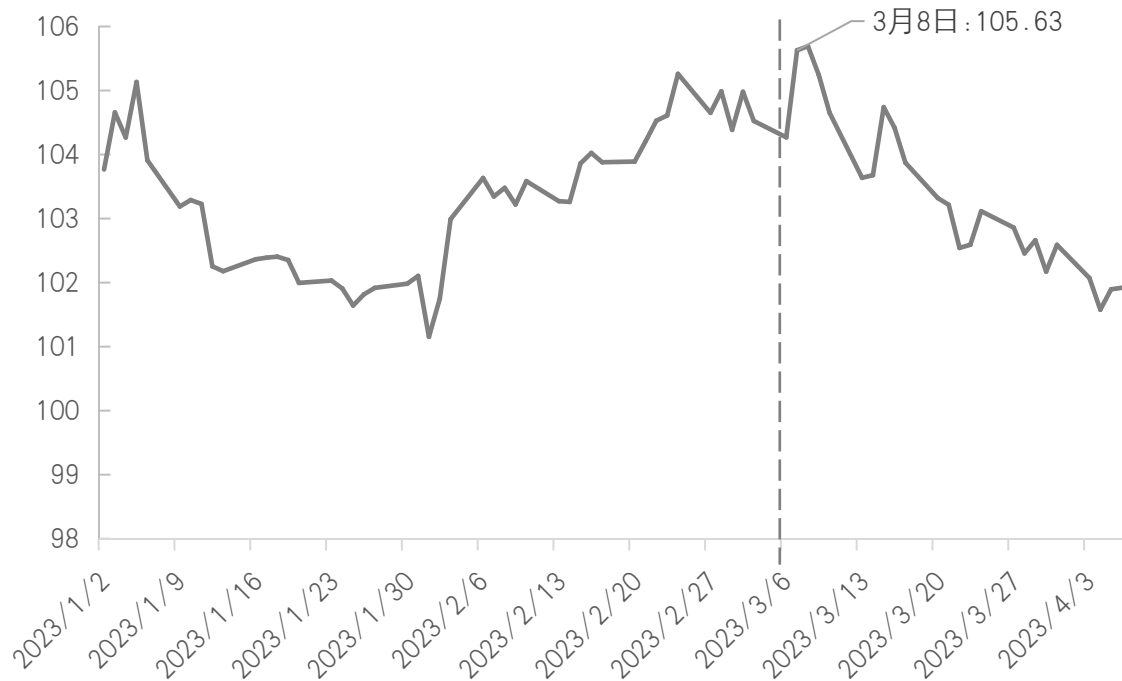


图10 美元指数走势图

数据来源：WIND，作者计算

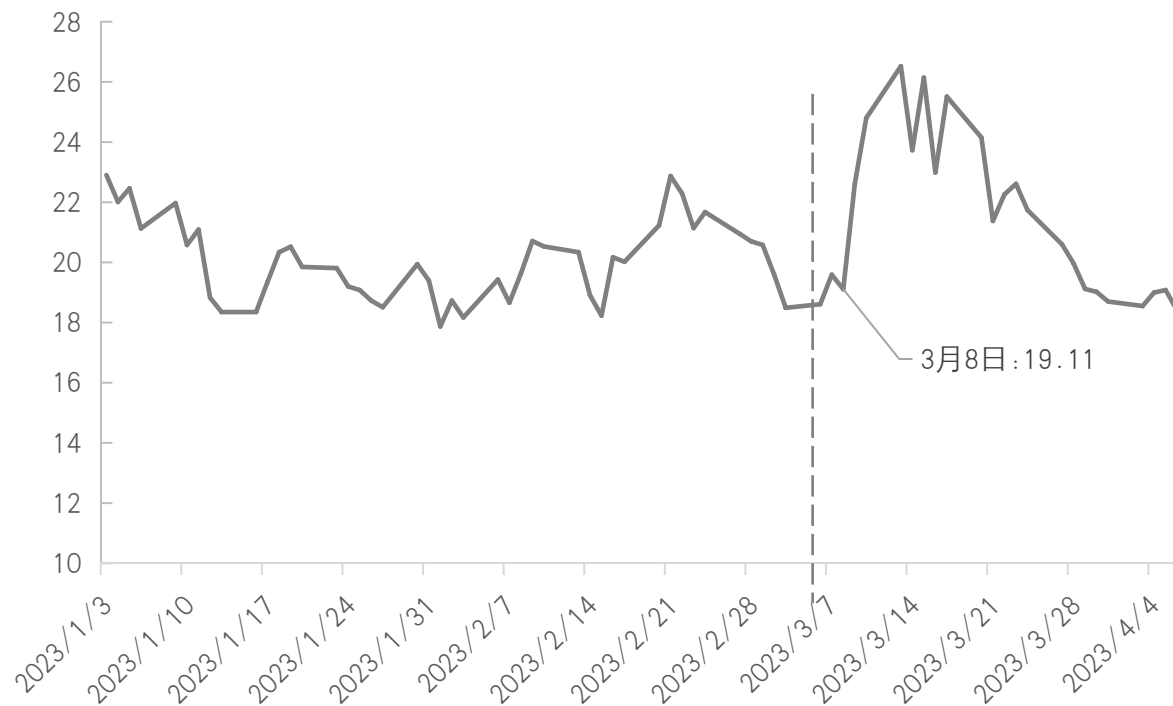


图11 VIX指数走势图

数据来源：WIND，作者计算

## 对全球证券组合投资流动的影响

- 对于发达经济体（DM）的公司债的流入明显减少，对其主权债的流入增大；对新兴市场国家（EM）的影响目前看不太大

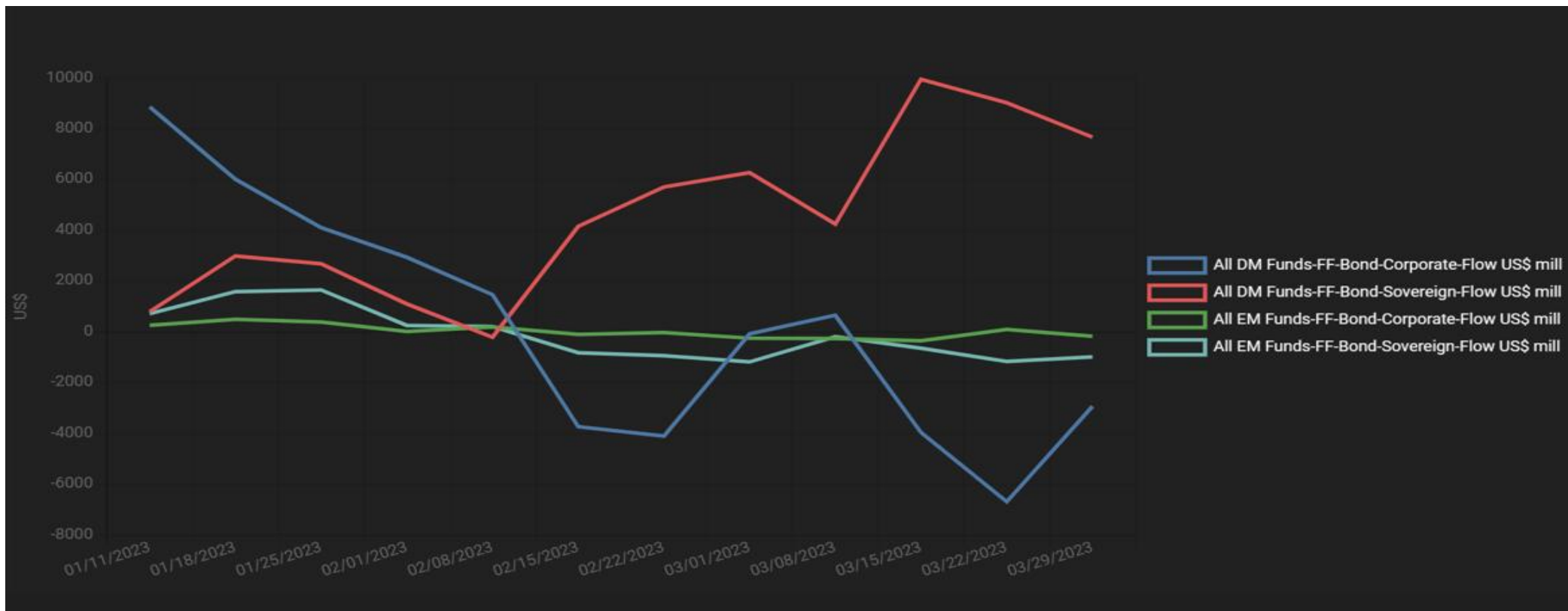


图12 全球证券组合投资

数据来源：EPFR，作者计算

# 对我国对外金融安全的影响分析：人民币汇率

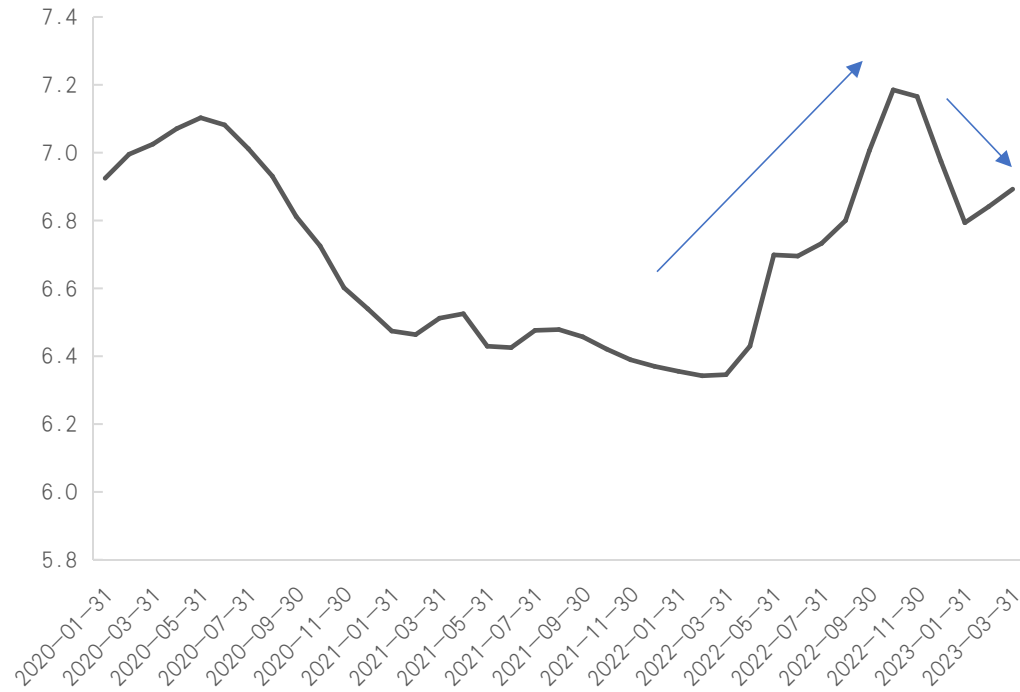


图13 疫情之后美元兑人民币汇率走势

数据来源：WIND，作者计算

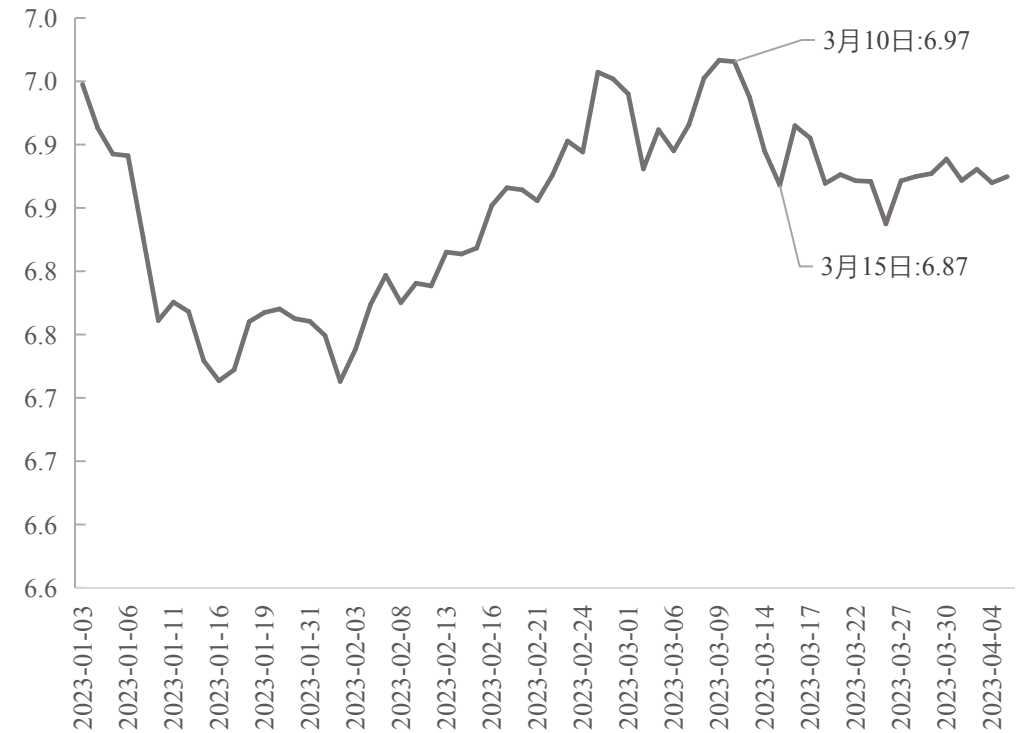


图14 2023年以来美元兑人民币汇率走势

数据来源：WIND，作者计算

# 对我国对外金融安全的影响分析：跨境资本流入

对于跨境资本流入而言，证券投资呈现“大进大出”格局，其他投资项频繁波动但波幅收窄，都未达到2015年811汇改的流入减少的规模。

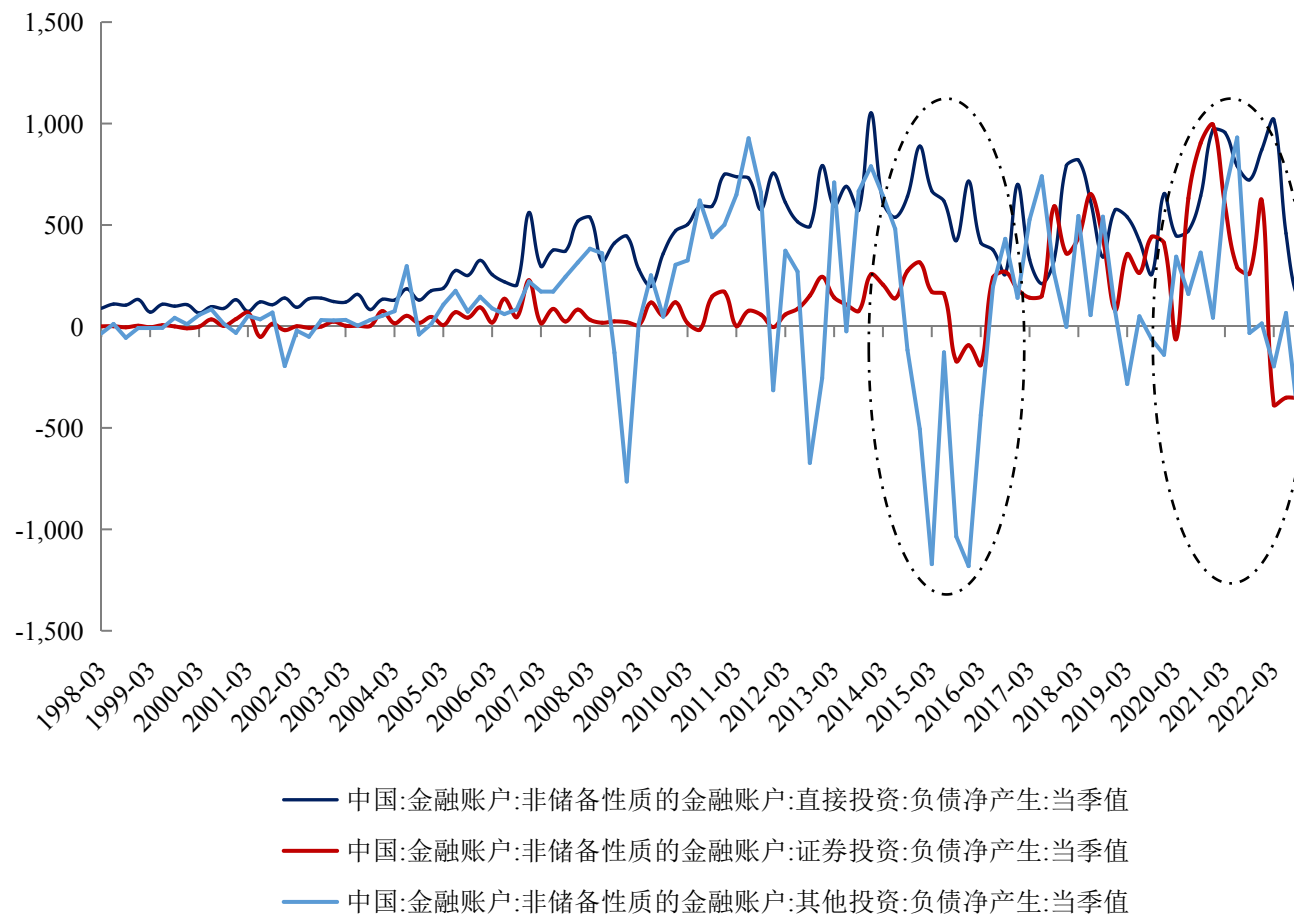


图15 我国总资本流入结构 ( 亿美元 ) :1998.03-2022.12

数据来源：WIND，作者计算

# 对我国对外金融安全的影响分析：跨境资本流出

对于跨境资本流出而言，证券投资有流出的趋势；其他投资项下流出压力大幅减弱。

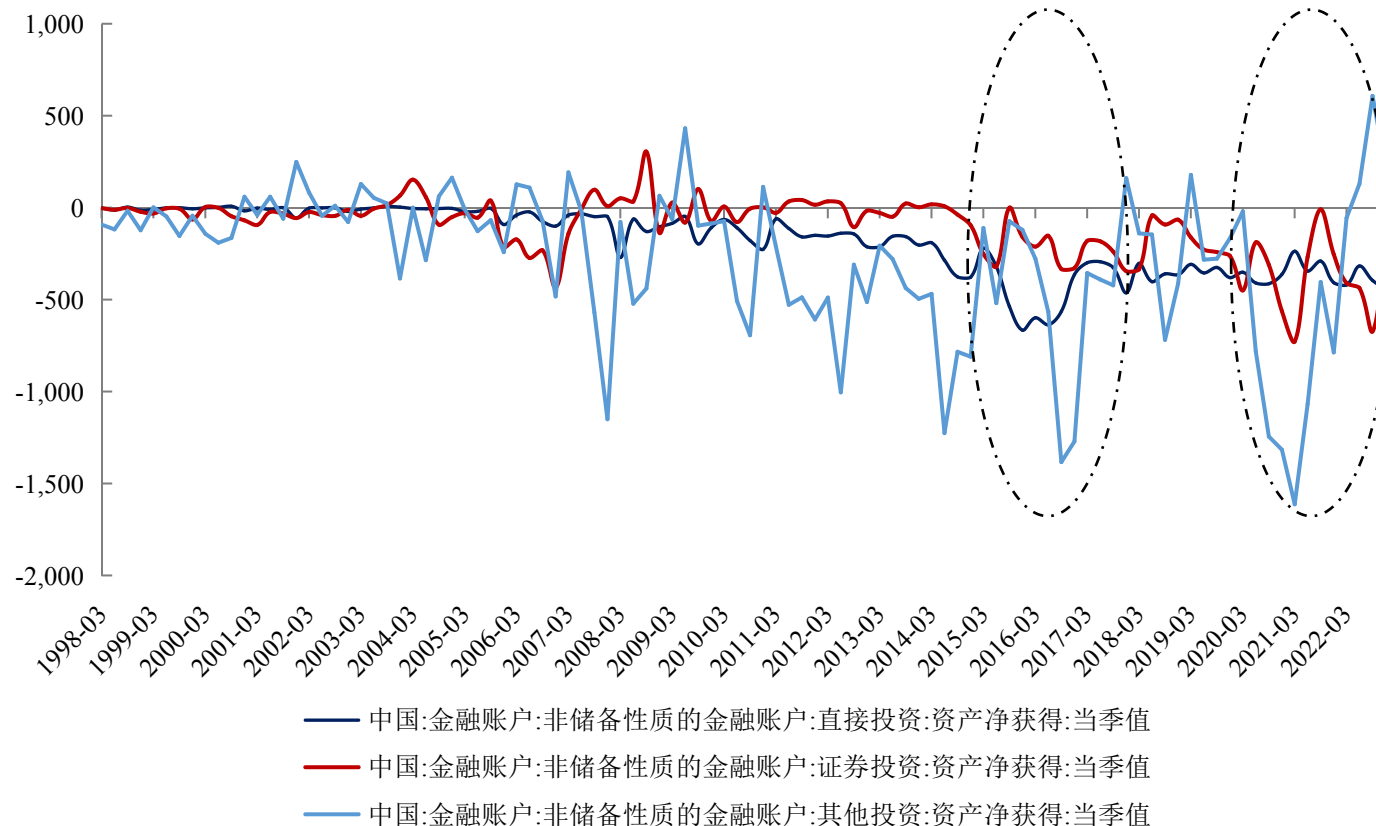


图16 我国总资本流出结构（亿美元）:1998.03-2022.12

数据来源：WIND，作者计算

# 对我国对外金融安全的影响分析：债券和股票投资

对于证券组合投资而言，债券投资有一定的持续的流出压力；股票投资的流入持续为正

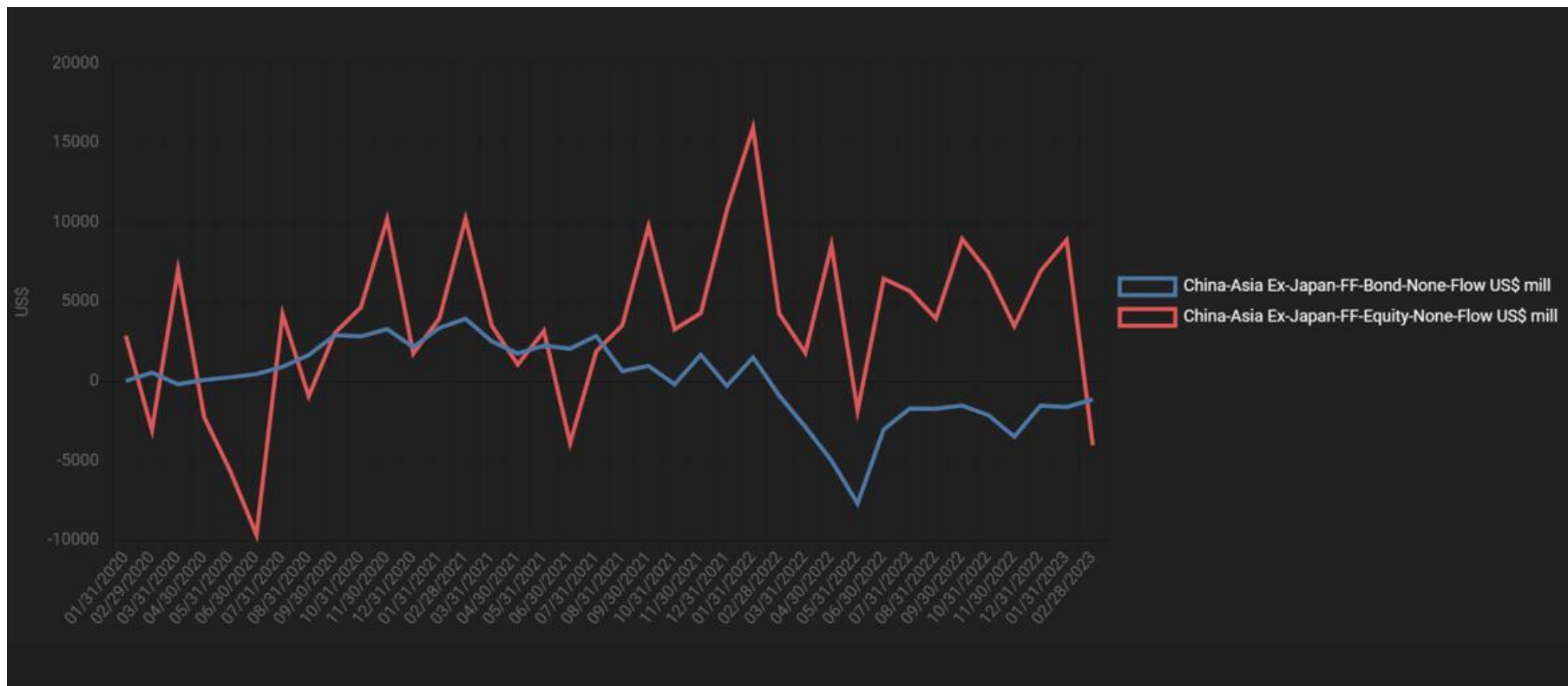


图17 我国证券组合投资（债券和股票）

数据来源：EPFR，作者计算

# 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：企业外债

我国企业外债规模在2020年达到峰值，其中以债券为主

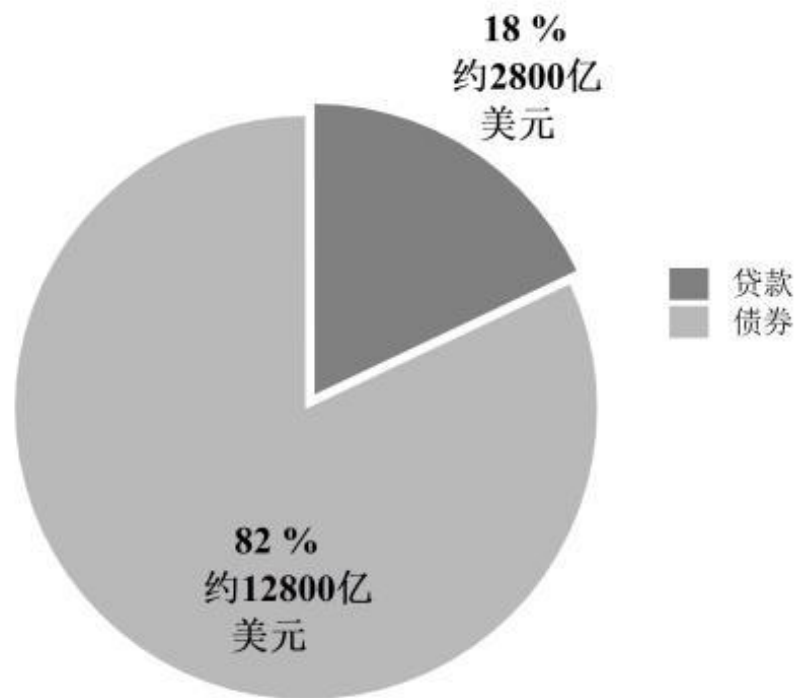


图18 我国当前企业外债规模和构成

数据来源：Bloomberg，作者计算

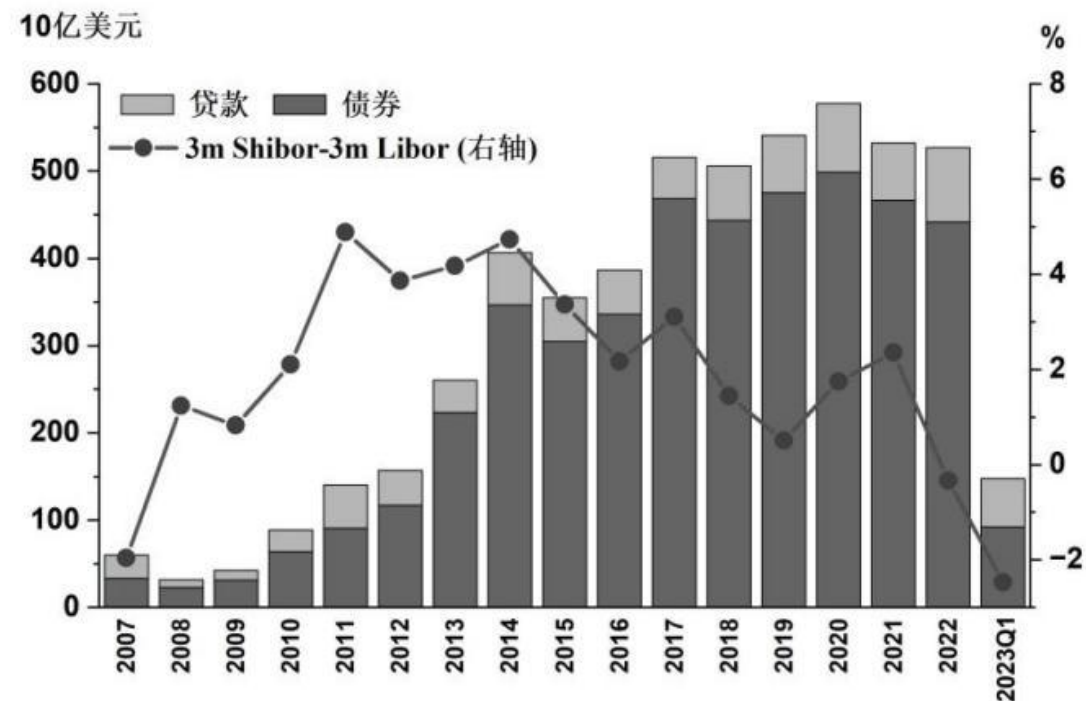


图19 我国当前企业外债规模各年企业海外发债及贷款规模

数据来源：Bloomberg，作者计算



## 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：企业外债构成

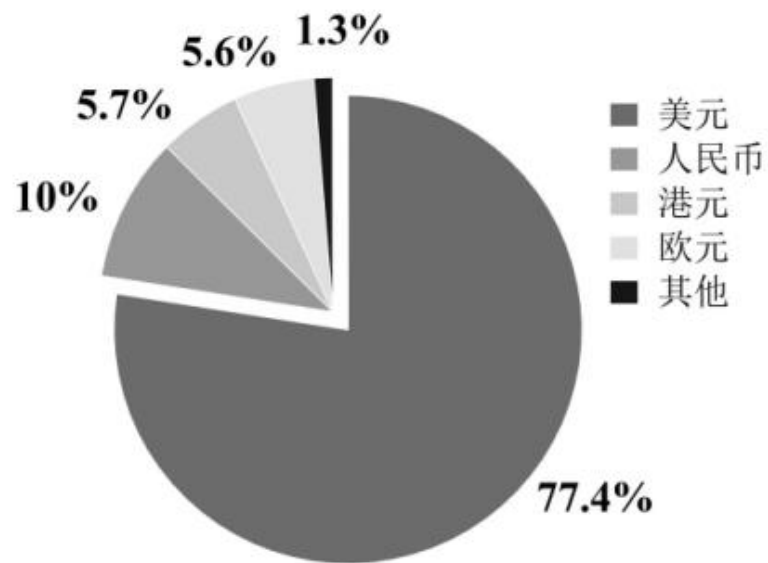


图20 我国当前企业外债的货币构成

数据来源：Bloomberg，作者计算

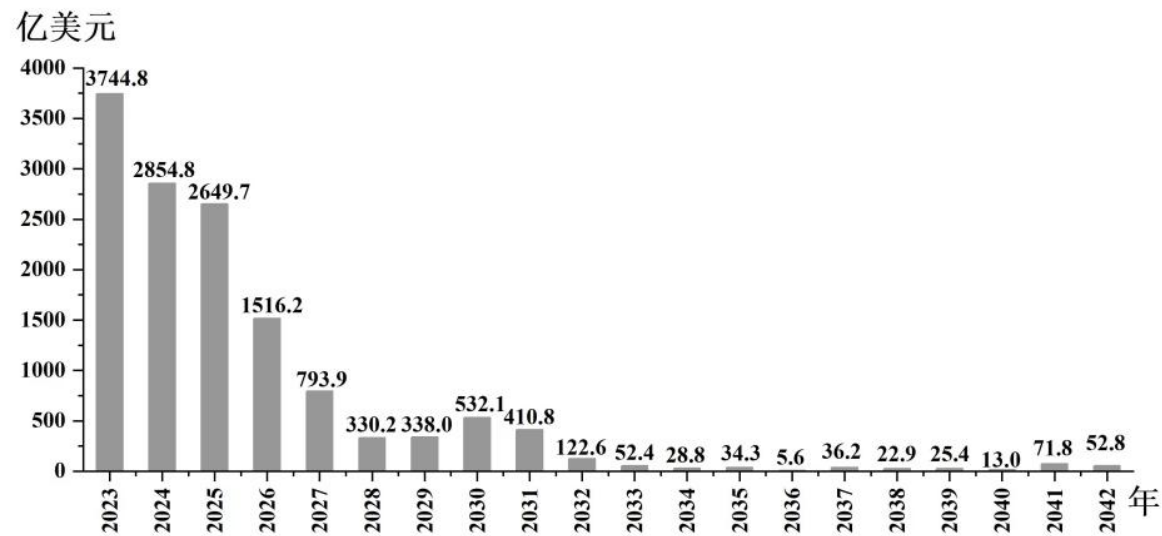


图21 我国当前企业外债的期限结构

数据来源：Bloomberg，作者计算

# 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：外债压力测算

我国企业累积的外债风险暴露已于2022年9月达到峰值，目前已经回落到去年7月的水平，且横向比较看外债风险可控

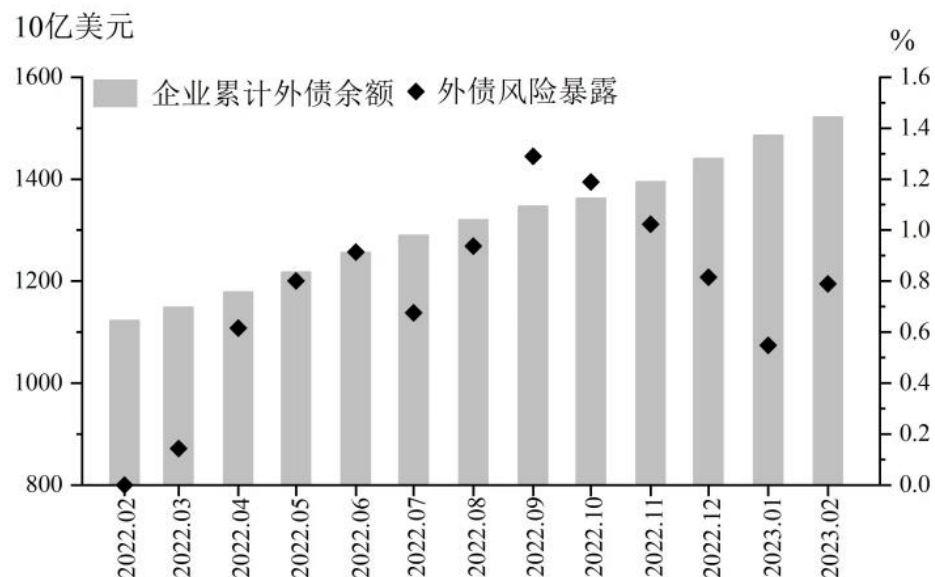


图22 我国企业外债风险暴露

数据来源：Bloomberg，作者计算

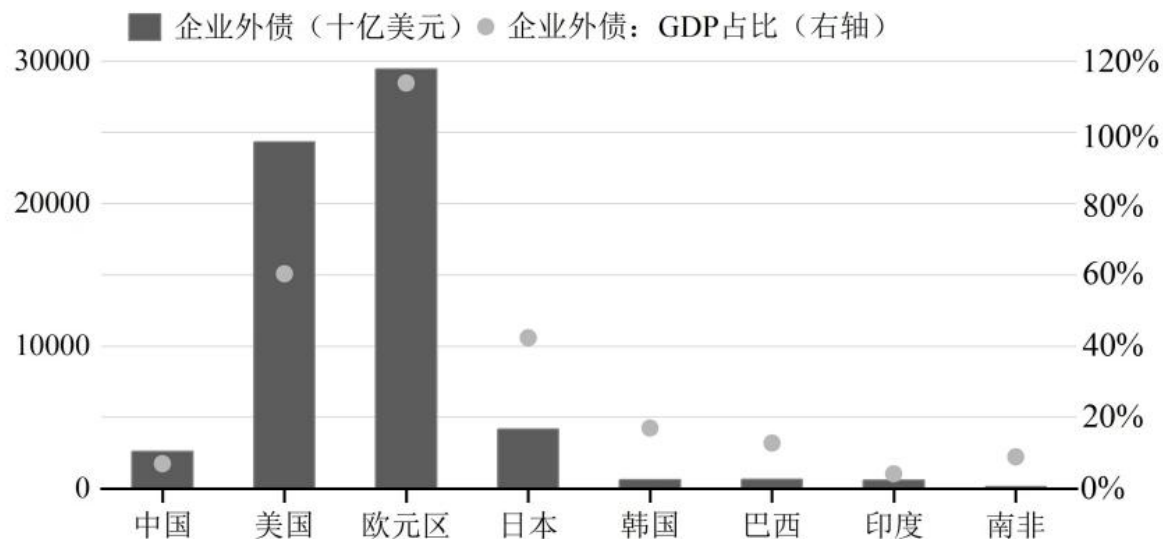


图23 企业外债的跨国比较

数据来源：Bloomberg，作者计算

## 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：行业外债压力

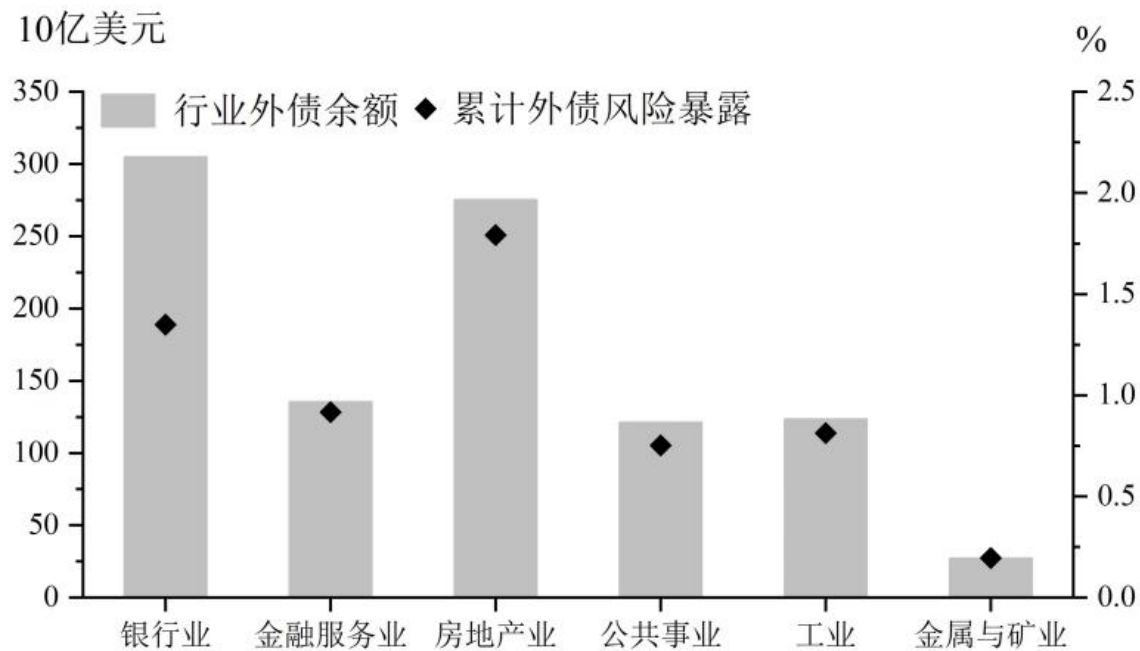


图24 不同行业外债风险暴露

数据来源：Bloomberg，作者计算

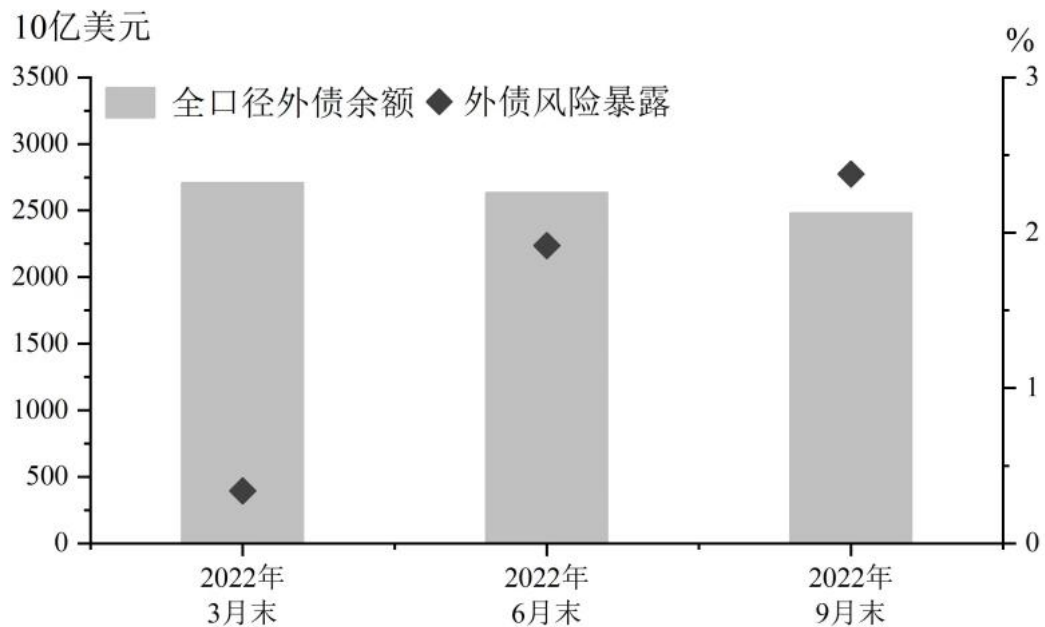


图25 全口径外债风险

数据来源：Bloomberg，作者计算

## 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：小结

- 2008年全球金融危机之后，美联储货币政策的影响，超过了全球恐慌指数VIX对跨境资本流动，尤其是债务类资本流动的影响（Avdjiev et al, 2020, JIE），是全球流动性的主要驱动因素。
- 人民币汇率保持稳定，没有承受去年同期的贬值的压力，呈现宽幅双向波动态势。
- 跨境资本流动总体保持稳定，股票投资仍持续流入，但债券投资有一定的流出压力。
- 即使在美联储激进加息的情况下，我国外债风险暴露仍总体可控。

# 全球金融动荡及其展望：政策建议

- 密切关注美联储加息进程和力度, 关注美国银行资产端问题, 关注美联储加息和金融动荡叠加对全球流动性的影响。
- 美元指数是全球风险资产的重要定价因子, 美元升值也是布雷顿森林解体以来引发全球金融危机的原因。(Du et al, 2019)
- 保持人民币汇率弹性, 但是在动荡时期, 需要采取有管理的浮动汇率制 (芦东等, 2022)。
- 虽然我国外债风险暴露仍总体可控, 但需要关注重点行业主体的偿债压力问题。



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



# CMF专题报告发布，深析全球金融动荡现状并作未来形势展望

4月8日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济热点问题研讨会（第63期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘凤良**主持，**聚焦“全球金融动荡及其展望”**，来自学界、政界、企业界的知名经济学家**刘元春、管涛、钟正生、洪灏、赵伟、芦东**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院副教授**芦东**代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下四个方面展开：

- 一、 近期全球金融动荡的情况及政府救助措施评估
- 二、 硅谷银行倒闭对美国金融体系的影响
- 三、 硅谷银行倒闭对全球金融市场和我国对外金融稳定的影响
- 四、 政策建议

## 一、近期全球金融动荡的情况及政府救助措施评估

### 1、硅谷银行倒闭引发的一系列金融动荡

## 硅谷银行倒闭引发的一系列金融动荡

3月8日，硅谷银行为换取流动性出售了价值210亿美元的债券，造成18亿美元实际亏损。3月9日，投资者和储户试图从硅谷银行提取420亿美元。当天，硅谷银行股价暴跌超60%。

3月10日，硅谷银行宣布破产，被FDIC接管，是2008年金融危机以来最大规模的一次银行破产事件，也是美国史上第二大银行倒闭。

3月12日，总部位于纽约的商业银行Signature Bank被纽约监管机构关闭，成为史上倒闭的第三大银行。

3月19日，瑞银收购陷入困境的瑞士信贷。

目前，区域性银行风险仍然存在，本周美国WAL银行股价暴跌，摩根大通CEO警告危机尚未结束

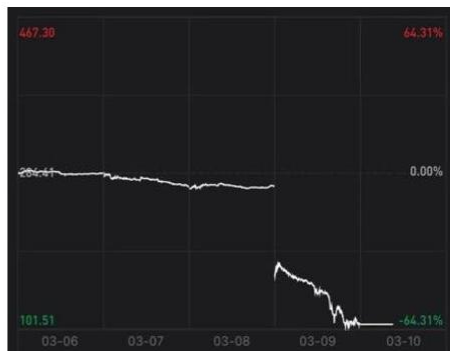


图1 硅谷银行股票走势图

上个月的今天，硅谷银行出现了流动性问题。3月9日硅谷银行的股价暴跌，不到48小时，硅谷银行就宣布了破产，被美国FDIC接管。这是2008年金融危机之后，美国银行最大规模的一次破产，也是美国史上的第二大银行倒闭；3月12日，签名银行Signature Bank被关闭；3月19日瑞银收购了陷入困境中的瑞士信贷。目前，风波有一定平息，但区域性银行风险仍然存在。本周美国WAL银行股价出现暴跌，摩根大通CEO也警告危机尚未结束。

## 2. 硅谷银行倒闭的诱因及政府救助措施

### • 硅谷银行

传统挤兑；美联储加息、监管不足；期限错配、风险管理不当

2018年放松了监管；把资产规模超过2500亿美元的银行划为受更严格监管对象

### • 瑞士信贷

风险事件频出；经营收入持续亏损；风险管理存在明显漏洞

货币环境，极度宽松到紧缩

### • 救助措施

美国：全额存款保险；银行定期融资计划（BTFP）

瑞士：政府促进瑞银收购瑞信，政府担保潜在损失；AT1债券减记

银行动荡带来资金流向美国货币市场基金（MMF）

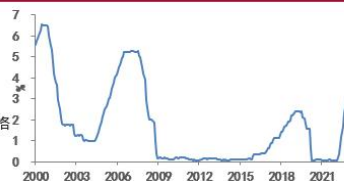


图2 美国联邦基金利率

数据来源：WIND，作者计算

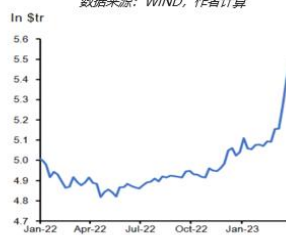


图3 美国货币市场基金的资产管理规模

数据来源：Crane Data, J.P. Morgan, 作者计算



硅谷银行危机的主要诱因是未受存款保护的储户出现了传统的银行挤兑，引发挤兑的背景是美联储去年的大幅加息。此外，2018年，美国特朗普政府对银行的监管进行了一定程度的放松，埋下了监管漏洞的伏笔。瑞士信贷也有类似的问题，一方面，货币环境从新冠疫情之后的极度宽松到去年的极度紧缩，另一方面，其本身的经营和风险管理都存在着一些问题。

这一次的救助是很迅速的，美国对25万美元以上的存款做了保险承诺，对银行定期融资计划的流动性也提供了支持，迅速将危机稳定下来。瑞士政府促进了瑞银收购瑞信，对AT1债券进行了减记。但银行动荡仍然在持续，而且产生了一些溢出效应。银行存款大幅流入美国货币市场基金MMF，其资产规模近期出现大幅度上升。

## 二、硅谷银行倒闭对美国金融体系的影响

### 1、硅谷银行倒闭与2008年金融危机的比较

这次金融动荡和2008年金融危机有一些相似的地方，比如硅谷银行是美国第16大银行，雷曼兄弟是当时第四大投资银行，它们都不是当时最大的金融机构，但其倒闭触发了一系列连锁反应。不同之处在于：1) 硅谷银行的业务比较单一，对整个金融系统的影响较小，而雷曼兄弟涉及到万亿美元的衍生品，因此造成了剧烈的市场反应；2) 危机的载体不同。硅谷银行底层的载体是比较安全的，以美国国债为主，而雷曼兄弟的底层载体是次级贷款等资产证券化产品，从而引起了银行间的挤兑；3) 当前和2008年面临的客观外部环境不同。现在美国依然面临着比较严峻的通胀，加息会对银行资产端产生比较大的压力。

## 硅谷银行倒闭是加息背景下的个例，还是全球金融动荡的开端？

- 2022年，美联储持续加息，美债价格暴跌，尤其是中长期国债。

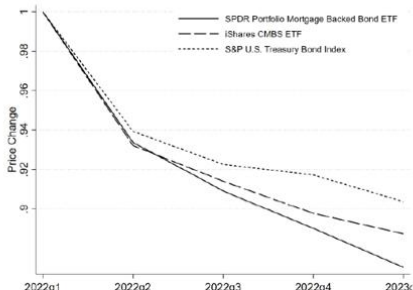


图4 美国RMBS, CMBS, Treasury

数据来源: Jiang et al (2023), 作者计算

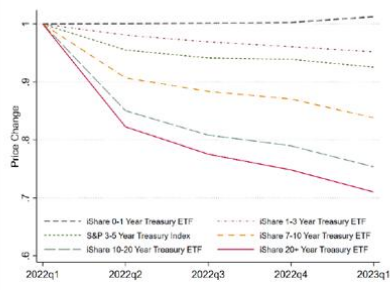


图5 不同期限的美国国债

数据来源: Jiang et al (2023), 作者计算

## 2、美国银行业资产和负债端的问题

### 美国的银行业资产端到底有多少潜在问题？

- 中长期美债下跌，硅谷银行过多持有1-5年期国债（56%）
- 银行持有的按市值计价（Mark-to-market）的资产损失，硅谷银行资产价值下降15.7%，约10%的银行的资产下降幅度高于硅谷银行。平均未实现损失为10%，最高的银行的资产下降幅度超过20%。

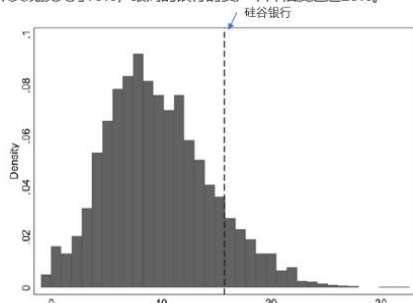


图6 美国所有银行的资产减计幅度

数据来源: Jiang et al (2023), 作者计算

从资产端来看，美国债券市场的价格已经出现了暴跌，尤其是中长期国债出现了大幅的价格下跌和收益率上涨。硅谷银行持有的资产主要是 1-5 年期的美国国债，大约占 56% 的份额。到底有多少银行存在类似于硅谷银行的风险呢？南加州大学的 Eric Jiang 和他一些合作者在论文中对美国所有银行的资产减计进行了测算，硅谷银行的资产减记 15.7%，但它仅位于 89 分位数，也就是说还有 10% 的银行资产减记的幅度超过了硅谷银行，而且最高的银行资产减计超过了 20%，甚至达到 30%。随着美联储进一步加息，银

行资产端还会面临一定的压力。

## 美国的银行业负债端到底有多少潜在问题？

- 硅谷银行未受保护的存款占比较高，达到92%，容易引起恐慌和挤兑；但美国银行业的中位数不到30%。

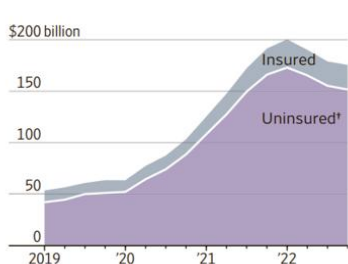


图7 SVB受保存款比例变化  
数据来源：SVB年报，作者计算

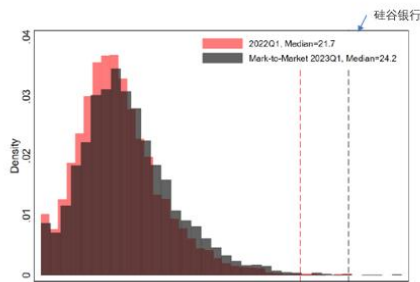


图8 未受保护存款在总资产中占比  
数据来源：Jiang et al (2023)，作者计算

从负债端来看，硅谷银行未受存款保险保护的存款占比较高，达到92%。在全体美国银行中，硅谷银行未受保护的存款占比是比较高的，去年和今年达到了95%以上分位数的水平，大部分银行的负债中位数不到30%。如果未受保护的存款占比较高，可能会受到挤兑。由此看来，大部分银行的负债端是相对比较安全的。

## 3、硅谷银行倒闭引发的金融动荡对美联储加息进程的影响有限

## 硅谷银行倒闭引发的金融动荡对美联储加息进程的影响有限

表1 FOMC会议声明文本对比

- 3月23日，美联储在3月议息会议后宣布加息25bp，将联邦基金利率区间提升至4.75-5.0%。
- 加息幅度与2月份相同，但FOMC声明中表示对近期银行业风险高度关注，对加息的态度有所软化。
- 本次议息会议声明措辞有较多修改，表示对美国银行业有信心，但提示信贷可能进一步收紧施压经济，同时也会抑制通胀，另外删除持续加息的表示（ongoing hikes），取而代之的是“一些额外的政策巩固（policy firming）”

类型	2023年3月23日	2023年2月1日
经济表现	支出和生产温和增长	支出和生产温和增长
	就业持续多月增长强劲，失业率维持低位 <b>近期的金融风险问题造成了信用条件收紧，幅度上不确定，银行系统仍单安全有韧性，通胀仍处高位</b>	就业增长强劲，失业率维持低位 俄乌战争正带来经济困境，提升全球范围内的不确定性，通胀有所缓解但仍处高位
货币政策	委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标	委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标
	委员会决定将联邦基金理论的目标范围提高到 <b>4.75%至5%</b>	委员会决定将联邦基金理论的目标范围提高到4.5%至4.75%
	委员会预计，“一些增量巩固性政策”将是适当的，在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果，货币政策的滞后性以及经济和金融发展	委员会预计，持续提高目标区间将是适当的，在确定未来加息速度时，委员会将考虑货币政策的累计紧缩效果，货币政策的滞后性以及经济和金融发展
投票情况	全票通过	全票通过

## 美国通胀仍位于高位

- 美国当前CPI虽较高位有所下降，但仍然处于高位，离长期目标2%的距离相差甚远，因此美联储仍可能继续实施加息政策。



图9 美国CPI和核心CPI走势图  
数据来源：WIND，作者计算

通过分析可以发现，美国银行业资产端仍然存在一定风险。硅谷银行倒闭接下来的演进，很大程度上取决于美联储加息的进程。按照市场的预期，美联储上周延续了加息的进程，加息了 25 个 BP，与 2 月份相同。根据 FOMC 会议声明文本，可以看到它的加息态度出现了一定程度的软化。本次议息会议声明表示，近期金融风险造成了信用条件的收缩，银行体系仍有韧性，但它会考虑信贷进一步收缩可能对经济造成的压力。因此，尽管美联储依然按照进程加息，但它的表态等方面多多少少受到了一些影响。加息的进程主要取决于通胀，虽然近期美国的 CPI 和核心 CPI 有所下降，但离长期的通胀目标 2% 还是相差较远。因此，我们做出一个基本判断：**美联储加息的政策不会有很大的改变，继续实行加息的可能性较大。**

目前来看，银行业风险整体可控，并且货币政策和宏观审慎政策有各自的目标。货币的首要目标是盯住通胀，宏观审慎则是处理一些金融稳定的问题。2020 年，伯南克在美国经济评论（AER）上发表了一篇文章来回顾和总结美国的货币政策。他提出，货币政策的首要目标是通胀，但也可能在维持金融稳定上起到一定的作用，但前提是满足以下两点：一是宏观审慎已有的力度不足以防范金融危机；二是动用货币政策，比如降息或停止加息的进程，所带来的好处大于通胀带来的坏处。只有满足这两点，美联储才会考虑改变政策方向。目前美国宏观审慎的银行监管力度还是很大的。美国学界，包括哈佛大学的 Jeremy Stein 在 QJE 的文章也提到，货币政策会影响金融市场的稳定。因

此，加息这个大方向不会改变，但速度可能会有一定程度的放缓。

总结来说，硅谷银行、签名银行在美国银行板块中占比比较低，对全球系统性重要银行（G-SIBs）传染性比较有限。此外，监管当局这一次非常及时地保护了所有的存款人，降低了本次事件的外溢和挤兑，促进了宏观金融系统的稳定。2008年金融危机之后，美国整体监管是比较严格的，金融部门杠杆率较低，因此发生系统性风险的概率较小。本次事件的后续演进，与美联储加息力度有关。

### 三、硅谷银行倒闭对全球金融市场和我国对外金融稳定的影响



#### 布雷顿森林体系解体以来，以美元为主体的国际货币体系下，银行危机和货币危机频发...

时期	银行业危机 (次数/年)	货币危机 (次数/年)	外部违约 (平均次数/年)
金本位制 (1870-1914)	1.3	0.6	0.9
世界大战之间 (1925-1939)	2.1	1.7	1.5
布雷顿森林体系 (1948-1973)	0.1	1.7	0.7
大缓和时期 (1973-2008)	2.6	3.7	1.3

数据来源：Bush O, Farrant K, Wright M. Reform of the International Monetary and Financial System[R]. Bank of England Financial Stability Paper No. 13, 2011.

布雷顿森林体系解体以来，在以美元为中心的国际货币和汇率体系下，银行危机和货币危机发生的次数比金本位制以来任何时期都要高。其主要原因在于，美联储加息以及全球风险情绪的上升带来的美元升值，以及跨境资本流动的大进大出或者资本的骤停“Sudden stop”。通过梳理可以看到，亚洲金融危机、阿根廷比索危机，以及2014年俄罗斯卢布危机等，虽然有一些内部诱因，但主要的外部诱因都是美联储加息和美元升值。

#### 1、对国际金融市场的影响

## 对国际金融市场的冲击：美元指数和全球恐慌指数

硅谷银行破产导致市场对于美联储未来加息节奏的重新定价，美元指数下行，非美货币普遍升值。全球恐慌指数VIX创下2022年新高。随着硅谷银行破产风波逐渐平息，VIX指数逐步回落至硅谷银行破产之前的平均状态且趋于平稳。

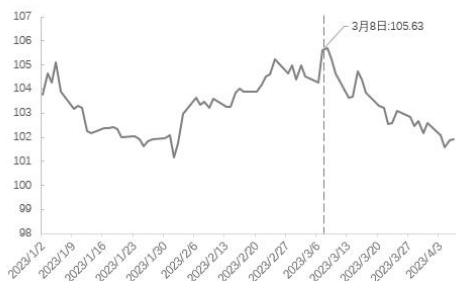


图10 美元指数走势图

数据来源：WIND，作者计算

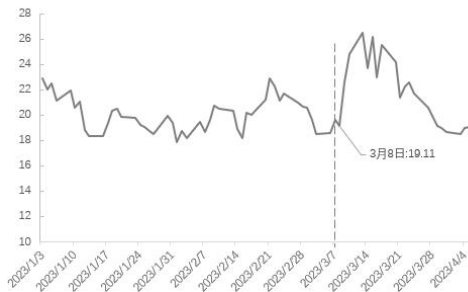


图11 VIX指数走势图

数据来源：WIND，作者计算

硅谷银行破产之后，美联储加息的节奏有所改变，导致美元指数没有延续去年的大幅上升趋势，反而出现了小幅下降。全球恐慌指数 VIX 也在短期内有所上升。随着各国政府救助方案出台，VIX 逐渐回落到了硅谷银行破产前的水平。由此来看，目前硅谷银行破产对美元指数和全球恐慌指数的影响都不是很大。

## 对全球证券组合投资流动的影响

- 对于发达经济体 (DM) 的公司债的流入明显减少，对其主权债的流入增大；对新兴市场国家 (EM) 的影响目前看不太大

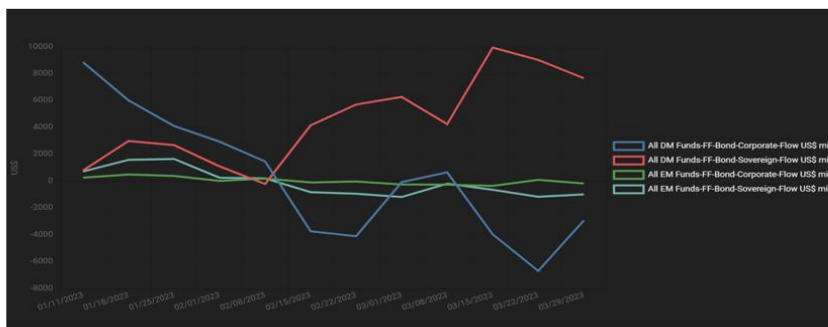


图12 全球证券组合投资

数据来源：EPFR，作者计算

上图中，蓝线表示发达经济体公司债的流入情况。对发达国家经济体而言，公司债的流入明显减少，甚至出现了卖出；相反，主权债（红线）流入增大。对新兴市场国家而言，整体没有出现特别大的影响，说明硅谷银行危机目前还没有严重波及到新兴市场

国家跨境资本，尤其是债券和股票的流动。

## 2、对我国对外金融安全的影响

### 对我国对外金融安全的影响分析：人民币汇率

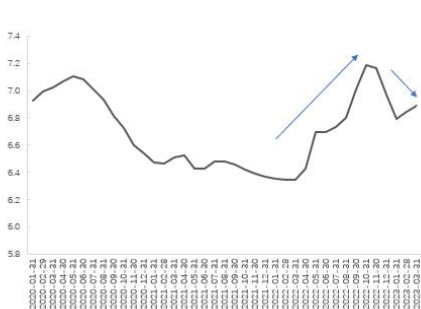


图13 疫情之后美元兑人民币汇率走势

数据来源：WIND，作者计算

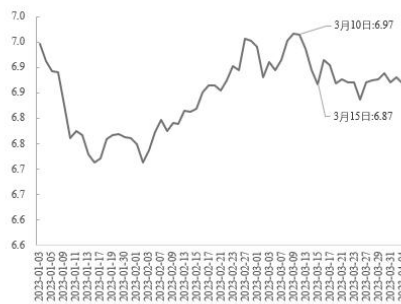


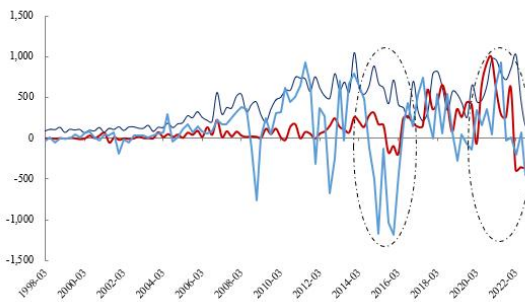
图14 2023年以来美元兑人民币汇率走势

数据来源：WIND，作者计算

从人民币汇率来看，2021年人民币出现了较大幅度的升值，去年三四月份之后则快速贬值，近期人民币又进入了升值通道，在一个比较宽幅的范围波动。硅谷银行危机发生之后，人民币出现了短暂的升值，最近在6.87附近来回波动。

### 对我国对外金融安全的影响分析：跨境资本流入

对于跨境资本流入而言，证券投资呈现“大进大出”格局，其他投资项频繁波动但波幅收窄，都未达到2015年811汇改的流入减少的规模。



— 中国-金融账户-非储备性质的金融账户-直接投资-负债净产生-当季值

— 中国-金融账户-非储备性质的金融账户-证券投资-负债净产生-当季值

— 中国-金融账户-非储备性质的金融账户-其他投资-负债净产生-当季值

图15 我国总资本流入结构 (亿美元) :1998.03-2022.12

数据来源：WIND，作者计算

从跨境资本流动情况来看，证券投资呈现出“大进大出”的态势，其他投资项频繁

波动，但波幅收窄。最近证券组合投资流入有一定程度的减少。与2015年8月11日汇改之后相比，目前跨境资本流动是比较稳定的，双向波动远远没有2015年那么大，但也应该引起重视，尤其是证券投资的流入（红线）出现了下降。从流出端来看，去年我国经历了银行端的流出，现在已经稳定下来了；而证券组合投资（红线）持续面临流出的压力。

### 对我国对外金融安全的影响分析：债券和股票投资

对于证券组合投资而言，债券投资有一定的持续的流出压力；股票投资的流入持续为正

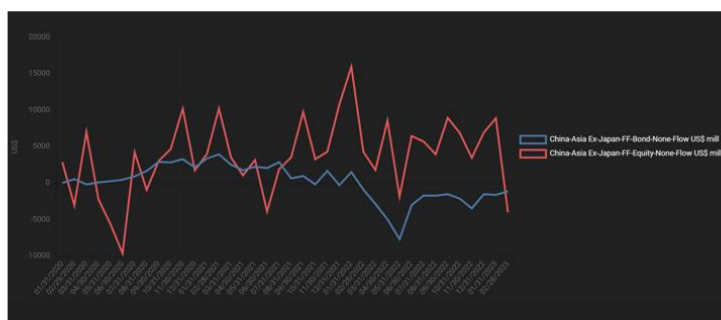


图17 我国证券组合投资（债券和股票）

数据来源：EPFR，作者计算

新冠疫情之后，投入中国的债券（蓝线）在一定程度上有所上升，但从去年起，债券面临一定的流出压力；股票（红线）一直比较稳定地大于0，说明流入持续为正。

### 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：企业外债

我国企业外债规模在2020年达到峰值，其中以债券为主

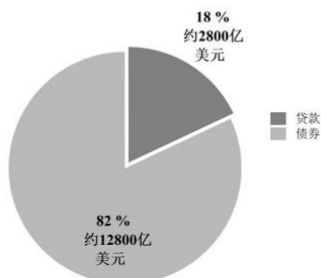


图18 我国当前企业外债规模和构成

数据来源：Bloomberg，作者计算

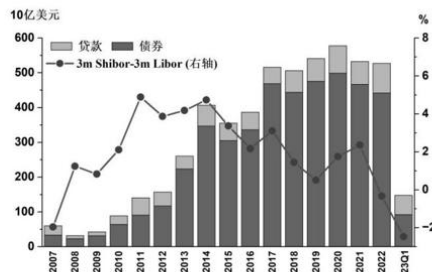


图19 我国当前企业外债规模各年企业海外发债及贷款规模

数据来源：Bloomberg，作者计算



目前我国企业外债以债券为主，还有一些银行贷款。以债券为主的企业债很容易受到美国加息政策的影响。从右图中可以看出，我国发债规模总体上涨，虽然在 2015 年有短暂下降，但 2020 年外债规模还是达到了比较高的位置，最近两年有一定程度的下降。

### 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：企业外债构成

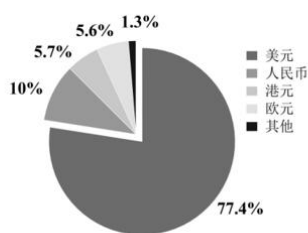


图20 我国当前企业外债的货币构成  
数据来源: Bloomberg, 作者计算

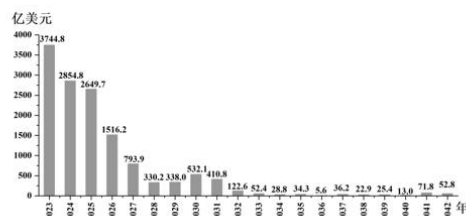


图21 我国当前企业外债的期限结构  
数据来源: Bloomberg, 作者计算

从币种来看，我国发行的债务有 77.4%是以美元计价，人民币债务占比较小。从期限来看，我国外债以中短期期限为主。

### 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：外债压力测算

我国企业累积的外债风险暴露已于2022年9月达到峰值，目前已经回落到去年7月的水平，且横向比较看外债风险可控

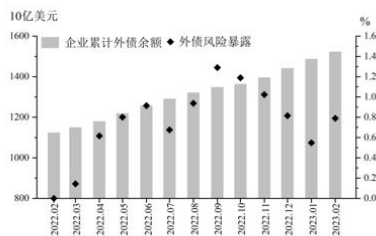


图22 我国企业外债风险暴露  
数据来源: Bloomberg, 作者计算

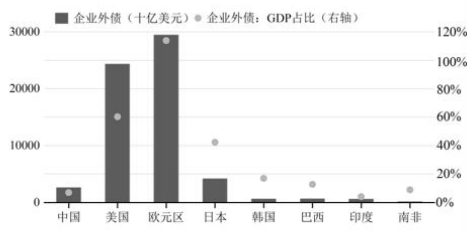


图23 企业外债的跨国比较  
数据来源: Bloomberg, 作者计算

基于前文的分析，我对美联储加息做了一些情景模拟，根据外汇市场压力做了外债

偿还压力的测算。左图表示企业外债的余额和外债风险的暴露。可以看出，我国企业积累的外债风险在去年9月份达到高峰，之后有所下降，近期出现了回升。与其他国家，尤其是新兴市场和金砖国家相比，我国的外债规模和风险仍然处于较低的水平，整体外债风险可控。

### 全球金融动荡对我国对外金融稳定的影响：行业外债压力

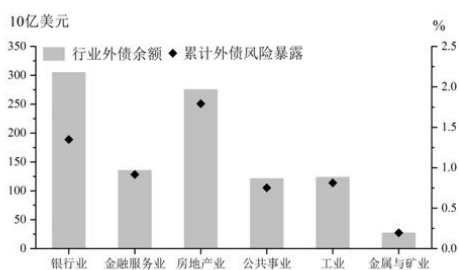


图24 不同行业外债风险暴露  
数据来源: Bloomberg, 作者计算

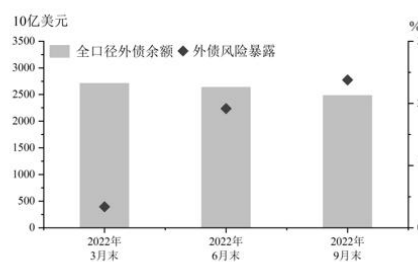


图25 全口径外债风险  
数据来源: Bloomberg, 作者计算

从细分行业来看，外债风险主要集中在房地产业和银行业，其他行业的风险暴露都较低。此外，全口径外债远远低于我国外汇储备的规模，说明全口径外债风险暴露也是可控的。

总结来说，硅谷银行危机对于我国对外金融的影响如下：

第一，2008年全球金融危机之后，美联储货币政策对其他国家的影 响已经超过了全球恐慌指数 VIX，比之前更加显著，尤其是对债务类的资本流动。Stefan Avdjiev 等人在 JIE 上发表的文章指出，美联储货币政策影响超过了其他影响因素，它成为全球流动性的一个主要驱动因素。

第二，人民币没有承受去年4月份同期贬值的压力，而且呈现出宽幅的双向波动态势，总体比较稳定。

第三，跨境资本流动也比较稳定，股票投资持续流入，但债券投资有一定的流出压

力。即使在美联储激进加息情况下，我国外债风险暴露也总体可控，但部分行业的风险会相对大一点。

## 四、政策建议

### 1、密切关注美联储接下来的加息进程和力度

美联储的加息进程会影响到美国银行的资产端。硅谷银行只是处于美国银行的 89% 分位数上，还有 11% 的银行比硅谷银行的问题更严重。此外，还要关注美联储加息和全球金融动荡叠加起来对全球流动性的影响。美联储加息以及最近的金融动荡导致美元指数短暂下跌，但按照以往的经验，如果危机进一步演化，美元可能会出现升值。

### 2、美元指数是全球风险资产的重要定价因子

美元指数是目前业界和学术界公认的全球风险资产的重要定价因子，美元升值也是布雷顿森林体系解体以来，以美元为中心的货币体系下发生银行危机和货币危机的主要原因。

### 3、在全球金融动荡的情况下，需要采取有管理的浮动汇率制

我们研究发现，在一般时期需要保证汇率弹性，但是在动荡期尤其是金融动荡期，适当地管理或稳定汇率的升贬值幅度，有助于稳定市场预期和债券类资本流动，尤其是资本的流出。

### 4、我国外债风险总体可控，但需要关注重点行业的偿债压力问题

我国外债存在一定的风险暴露，外债风险总体可控。但若美联储继续加息，我们需要关注房地产业、银行业等重点企业的偿债压力问题。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“本轮银行业危机的性质、对美联储加息政策的影响”等问题展开讨论。

中国首席经济学家论坛理事**钟正生**认为，本轮危机已经告一段落了，但对于实体经济的影响还在演绎。**美联储不一定会放缓加息的步伐**，一方面，欧美的监管体系是用货币政策和宏观审慎政策双腿走路，二者并行不悖；另一方面，目前抗通胀仍然是美联储的主旋律。

本轮危机对于各国的影响如下：1) 对美国来说，人为制造的衰退对于抗通胀目标是必不可少的，美股可能会从调整中获得确定性溢价；2) 对欧洲来说，由于各国经济金融差别太大，存在一定碎片化风险；3) 对新兴市场来说，本轮危机并没有明显的影响，有惊无险；4) 对中国来说，长期内美国面临衰退，利好人民币汇率和资产。

国金证券首席经济学家**赵伟**认为，通胀可能会持续一段时间，回落的速度会慢于大家的预期。从历史经验来看，经济正式进入衰退阶段时，美股往往还会有一段杀盈利的时期。在正式进入衰退前两个季度，一般还会有 15-20 个点的跌幅。这也会导致未来一段时间，无论是从政策角度还是从基本面角度来看，海外市场的波动依然较大。

短期来看，美元大概率维持区间震荡。中长期内，由于“去美元化”进程加速，以及新一轮产业大迁移的影响，美元将面临趋势性贬值。

思睿集团首席经济学家**洪灏**指出，在俄乌战争之后发生的一系列避险事件中，美元作为避险货币的功能减弱。**危机产生的原因是通胀飙升，美联储加息控通胀，随后经济放缓，出现系统性的美元流动性缺失**。每一次美联储加息都是以危机告终的，但硅谷银行和签名银行的倒闭应该引起我们的重视，要对市场和未来的波动保持足够的警惕性。此外，美国经济周期将加速下行。今年中国经济快速触底复苏，复苏的风险很大一部分来自于海外。最后，长期看来美元将会走弱。在未来的 5-10 年的窗口期里，将会有一个替代性的货币系统逐步形成，这个系统很可能是以人民币为中心的。

中银证券全球首席经济学家**管涛**认为，除非在 5 月份议息会议之前，美国就业形势恶化，通胀形势超预期好转，或者金融条件超预期紧缩，否则 5 月还会继续加息 25 个 BP。硅谷银行事件的直接诱因是负债端的存款流失，但它的资产端在这次激进加息的背景下也暴露出一些问题，意味着美联储紧缩的金融后果在逐步显现。

当遭遇资本流动冲击时，如果发挥价格杠杆的作用，一定程度上能够平滑跨境资本流动的冲击。要想有序推进人民币国际化，推动市场开放，就必须要有灵活的汇率政策。同时，在人民币汇率保持灵活的前提下，对意外的情况和特殊的情形也要有预案。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人刘元春指出，当前世界经济已经进入新阶段，要从新的角度把握银行危机，不能把它看成一个个别的事件。从中长期来看，我们对经济危机原因的认识仍然存在严重的不足。对于中小银行和非系统性机构的监管，需要上升到一个更高的水平，而不是简单地认为是硅谷银行和瑞信管理不善导致了个别性的事件。我们不仅要在宏观货币理论、财政理论上有一个全面审视的过程，也需要在创新的宏观审慎监管体系上有更好的视角和总结，而不是等危机完全出现后才进行总结。

# 刘元春：把握全新历史阶段，从长期视角总结和反思

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第63期）上的发言

## 一、在时代背景下理解本轮金融动荡

从过去的“长期停滞”到目前的滞胀，世界经济已经进入新阶段。这种阶段转换必定会导致各种实体资源和金融资源的再配置，历史证明，这种配置的转换很可能导致金融动荡和金融风险，出现低增长、低贸易、低投资、高杠杆、高风险、高通胀、高债务等现象的并行。因此，对于硅谷银行的破产，瑞信消失以及未来的判断，要从新阶段的历史逻辑来进行系统性把握。

### 1、不能把目前的动荡当作个别事件来对待

无论从微观还是宏观来看待硅谷银行破产这个事件，我们都不能把它归结为偶然事件，更不能把它归结为个别银行管理者失误。前期流动性的过剩、科创行业的繁荣、硅谷银行负债端的膨胀、资产端的扩展、负债资产之间久期错配的扩大等现象似乎并没有什么新鲜，但美联储资产负债表的被动扩展、财政绑架性的积极、疫情救助的过度、美联储对于通货膨胀形势的错判以及监管的失误等问题似乎显示了我们对于宏观经济政策的协调、监管政策的再定位以及新的政治经济运行模式的变化存在系统性问题，我们还没有适应这个大时代进入到新阶段。

### 2、本轮金融动荡带来的风险还在持续释放

判断金融动荡最为直接的参数是金融市场最基础、具有锚定效应的金融产品价格是

否稳定。因为，基础金融产品价格的变化必然导致构建在其上的各种结构性衍生产品价格 的再定价，从而决定了不同类型的金融主体在这一轮风险动荡的表现。现在国际金融市场的基础金融产品一是国债，二是房地产。国债收益率的变化与各国政策利率的调整密切相关，同时还面临着收益率的倒挂所带来的各种扭曲和风险定价的难题。在过去低利率、高流动性的冲击下，房地产出现的资源错配和价格高涨，在这一轮风险动荡里必然会出现加倍回落。因此，若加息进程没有根本性的变化，叠加全球风险持续提升，各个国家的国债收益率还会出现进一步调整。房地产价格也会在多重因素叠加下进一步调整。这也决定了本轮金融动荡还将持续，甚至在偶然事件的触发下进一步恶化。

### 3、增长方式的变异，以及地缘政治、全球化格局的变化刚刚拉开序幕

未来，增长方式的变异还会进一步加深，经济增速可能会更低，由此带来的分配方式和各种地缘经济、政治的冲突还会进一步上扬。这也决定了非传统性风险，非经济类风险很可能反扑和影响资产定价，从而引发金融风险类型的变化。在此过程中，出现一些黑天鹅、灰犀牛事件是正常的。在大时代的新阶段，出现不确定性、难以预料性是常态。

## 二、从中长期视角来进行理论性总结

无论是美联储还是很多机构和投资者，都犯下了一系列的错误。这种错误不仅仅体现在2008年金融危机上，更体现在金融危机之后一系列的操作中，比如：1) 对于大流行冲击下的金融管理缺乏经验和研究；2) 对于通胀形成机制的变异认识不充分；3) 对长期停滞中所采取的政策的认识不充分；4) 对于疫情冲击下的社会危机的管理也是不充分的。

这些错误将导致几个严重的问题：

### 1、超级外生冲击下对于宏观经济政策与特殊运行模式存在的各种误判

1) 对于劳动力市场的变异认识不足。菲利普斯曲线扁平化可能不是规律或新的定

力，而是我们对于新的劳动力市场运行规律以及菲利普斯曲线非线性模式认识不足。

2) 对于货币政策与财政政策棘轮效应的认识不足。例如，在特殊事件冲击下美国国会很容易在各类超级扩展中达成一致共识，而没有科学考虑超级扩张之后的后遗症；再例如，政治家将不成熟的 MMT 用来支撑自己的政治决策，但这种理论还是存在很多致命问题；在高负债出现时财政政策“绑架”了美联储，破使它必须过长地保持低利率的政策。

3) 对于通胀盯住体系的认识不足。在次贷危机之后的10多年期间，为了应对长期停滞带来的“日本化”问题，以摆脱通货紧缩而提升通胀，发达国家改变了通胀盯住体系，从单一的盯住转变为平均通胀盯住，这实际上拔掉了通胀目标盯住制的锚。当前，要想重塑市场主体在通胀上的锚定效应是非常艰难的。目前看来，美联储和其他中央银行还是希望坚守通胀盯住制，从而稳住劳动力市场的预期。

4) 出现通胀暂时论，产生对监管体系的错误认识。我们原本是希望通过系统重要性以及宏观审慎监管等体系解决2008年面临的问题，认为一些系统重要性机构的流动安全性决定了整个系统的安全性。但事实上，数字货币、加密货币的出现使大量的资金游离于监管体系之外，导致全球衍生品大幅度增加。在基础产品价格变化对于这些衍生的金融产品产生的价值冲击上，大家的考虑仍然不充分。

## 2、微观主体可能会对系统重要性产生冲击

互联网体系的出现，导致在正向反馈机制里，微观投资主体会对系统重要性或做市商体系带来严重的冲击。也就是说，散户也能冲击机构投资者，也能在一些非理性的口号里形成自我实现的机制。即使某一个企业绩效不好，但凭借一些网上的理念，也可以助推其价格产生相对持久的扭曲。

总结来说，对于中小银行和非系统性机构的监管，需要上升到一个更高的水平，而不是简单地认为是硅谷银行和瑞信管理不善，导致了个别性的事件。我们不仅要在宏观货币理论、财政理论上有一个全面审视的过程，也需要在创新的宏观审慎监管体系上有



更好的视角和总结，而不是等危机完全出现后才进行总结。危机发生后，要进一步加强相关的研究，完善理论思维，这样才不会错失一场危机带来的调整和发展机遇。

# 管涛：欧美银行业动荡、美联储加息与人民币汇率

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第63期）上的发言

## 一、全球金融动荡对美联储加息进程的影响还没有显现

3月7日，鲍威尔去做半年度货币政策报告听证会时，还暗示3月份议息会议有可能提高加息的幅度，3月份公布的利率点阵图可能会高于去年年底的水平，限制性的货币政策立场会持续更长的时间。那时候，大家关注的是通胀风险。

3月9日，硅谷银行出事，48小时就宣布破产倒闭然后被接管。应该说，短短一个周末时间，美国财政部、美联储、联邦存款保险公司（FDIC）迅速采取措施，应对还是非常有力的。现在美国中小银行流动性危机在一定程度上得到了缓解。所以，3月份议息会议，无论是欧央行还是美联储都坚持按既定的计划继续加息。

美联储解释3月份议息会议加25个基点的主要考虑是，虽然银行业动荡会加剧信贷紧缩，加速经济下行，但目前的影响还不确定。而当前的就业和通胀数据都指向更高的利率，为了捍卫美联储的信誉，必须得继续加息。如果这次不加息甚至降息，有可能会从惊喜变成惊吓，市场会担心监管当局知道了市场还不知道的一些更坏的情形。

更早一点时间，3月16日欧央行议息会议坚持加息50个基点，拉加德也解释了原因。拉加德表示，物价稳定和金融稳定这两个问题对欧央行来说同等重要，但不同的问题要用不同的工具来解决。其中，用利率政策来解决通胀的问题，流动性工具来解决金融稳定的问题。但在3月份的议息会议上，欧央行没有给出下次议息会议的前瞻性指引。

我认为，除非在5月份议息会议之前，美国就业形势恶化，通胀形势超预期好转，或者金融条件超预期紧缩，美联储5月份还会继续加息25个基点。至于后面的会议会不会继续加息，还要看数据。在完成连续4次加息75个基点后，美联储很早就提出在解决

了加息有多快的问题后，紧缩下半场要评估前期货币政策累积的影响，包括对经济和金融的影响。硅谷银行事件出现以后，美联储应该会加强这方面的评估，同时根据数据来决定下一步的货币政策动向。

## 二、货币紧缩导致全球金融危机的风险并没有完全消除

1980年代以来，美联储紧缩周期基本都是以危机收场，只不过有的危机是发生在美国本土，有的是发生在美国本土以外的地方。在硅谷银行事件之前，市场交易经济“不着陆”，即通胀下来了，经济没有衰退，就直接二次起飞。但硅谷银行事件爆发以后，打开了潘多拉盒子，市场开始交易经济衰退，甚至“硬着陆”。

去年，以美联储为代表的央行激进紧缩，造成全球资产价格暴跌、股债双杀，全球股债市值累计缩水45万亿美元。很多金融机构包括银行都是浮亏，但只要它不卖就不会实现损失。硅谷银行事件尽管有很多偶然性，但也有一定的必然性，就是它的资产端在这次激进加息情况下还是暴露出一定的问题。当然，硅谷银行本身的事件是负债端，就是存款流失导致的。

2020年3月份，美股十天内四次熔断，短期内美国三大股指都出现20%左右的跌幅，有的股指已经是技术性的熊市。但那时候我们说它是金融动荡，不是金融危机，因为美股熔断导致美股下跌并没有出现金融机构倒闭，也没有出现金融市场功能瘫痪。所以，那只是一个金融动荡而不是金融危机。但这次非常短的时间内，银门银行、硅谷银行、签名银行接连出事，特别是硅谷和签名银行尽管是美国中小银行，但也是排名比较靠前的。这样大的机构出问题，应该不是简单用动荡可以来解释的了。至少它敲响了警钟，即美联储紧缩的金融后果开始逐步显现。

美联储紧缩哪怕已经进入尾声，可能未来还有1-2次加息，但除非出现金融危机、经济衰退，美国的通胀仍然会有比较大的韧性，美联储大概率不会转向降息。最近美国就业数据好坏参半，但失业率仍然是很低的，2月份上了一点，到3.6%，但3月份又掉到3.5%。美国就业韧性很强，“工资-物价上涨”螺旋对通胀支撑作用依然存在。同时，最近OPEC减产推动油价反弹。耶伦出来批评OPEC减产对全球带来的负面影响是很大的。

还有地缘政治博弈加剧，推动全球产业链供应链重塑，也会推高全球通胀中枢。从这个角度来讲，即便加息进入尾声，美国未来一段时间，除非出现危机或衰退，它的利率仍然会持续高企。

确确实实，美联储面临比较尴尬的境地。尽管我们看到货币紧缩带来的金融风险，但如果金融风险没有显性化情况下，美联储无法先发制人，大家一定会讨论道德风险的问题。如果金融机构还没有出事儿你就救了，结果风险没有暴露，你就有可能被批评救错了，就会有道德风险的指责。就像扁鹊说的，三兄弟里医术最高的是大哥，是治未病的，即还没有生病就看到病人生病的苗头，就着手医治，但名气最小；二哥是治初病的，即病人刚刚出现症状时马上就开始治疗，名气次之；自己是治重病的，要给重症病人做大手术，反而名气最大。

2008年全球金融海啸就是非常典型的例子。雷曼的问题市场上已经传了很久，但只有雷曼这样一个大的系统性重要金融机构出了问题，才能够让朝野、两党达成共识，让政府迅速采取一些救助措施，否则大家都会说让市场去出清这些失败的机构。在通胀高企、利率上行、信贷紧缩的背景下，哪怕这些中小银行事件在一定程度上已经得到了遏制，但在利率高企情况下，不仅是中小银行，整个美国银行业都存在资产负债表重塑的问题。这种情况下，有可能银行会收紧信贷，这会加剧经济增速下行，资产价格的下跌。

我们最近看到，从硅谷银行事件发生以后，尽管美国的泰德利差并没有升到很高，没有到2020年3月份金融大动荡，2008年9月份全球金融海啸那么高的水平，但也是比硅谷银行事件发生之前出现一定的跳升，原来是10个基点左右，现在跳到20-30个基点。应该看到，市场流动性是有所收紧的。

我们要特别注意到，金融危机是非线性的，是难以预测的。众所周知，金融机构天然具有脆弱性，要加杠杆，是经不起挤兑的，这是灰犀牛。但往往需要一个黑天鹅事件，市场意外事件发生了，才会唤醒这头灰犀牛，让风险演变成危机。所以，金融危机总是很难预测的，你说它会发生危机或不会发生危机都能够找到各种理由，金融市场经常

处在多重均衡状态。但我们现在一个最大的问题是，2008年全球金融危机和2020年公共卫生危机把财政货币政策用到了极限，政策应对空间比较有限。

而且，监管部门在危机的预测、应对方面也存在一定的瑕疵。比如美联储显然前期是对通胀形势出现了错判。我们开玩笑说，硅谷银行肯定有风险管理的问题，但美联储从2021年一直忽悠到2022年，一会儿说通胀是暂时的，一会儿说通胀马上就要见顶，很多机构有可能就被忽悠瘸了。况且，硅谷银行做债券投资本身才赚1个多百分点的利差，如果对冲利率风险就更不赚钱了，也就什么都别干了。在美国激进紧缩情况下带来的系统性风险，对很多金融机构都带来了资产负债表的冲击。

2008年危机以来，银行监管还是比较到位的，但也有些机构有意逃避监管。如前些年金融监管改革，将做压力测试的美国银行的门槛从500亿提高到了2500亿以上，据说硅谷银行可能有意采取了一些措施，来规避2500亿这个门槛。结果，这次恰恰是这家银行爆雷了。当然，即便如此，摩根大通银行高管还是批评美联储的银行压力测试是复杂的、令人麻木的，同时并没有测试暴力加息的情形。所以，这种压力测试的可信度也是存疑的。

此外，现在是信息化时代，一旦有一些传闻就能迅速广泛传播，很容易形成“三人成虎”。对银行的情况还好一点，监管比较健全，信息比较透明。对非银行金融机构，比如对冲基金，透明度比较低、杠杆率比较高，前些年在低利率甚至负利率的情况下追求风险，一旦出现挤兑、集中赎回的事儿应该风险很大。最近国际货币基金组织多次提示要关注非银行金融机构的风险。2020年3月18日美股熔断，就是因为市场传闻桥水公司的暴雷。如果再出现大的对冲基金倒闭，就像刚才洪灏说的，每次紧缩周期市场都要至少做倒一家大的机构。如果出现这样的事情，我们能不能做出及时响应，有没有政策工具应对呢？我们不要简单地以为2008年、2020年采取的那些措施现在都可以用。那时候是低通胀，所以你有工具，有政策空间，但现在是高通胀，有没有空间去应对？

关键是过去十多年大放水，央行制造了一头流动性怪兽。现在看流动性过剩，市场恐慌情绪起来以后一日之间就流动性枯竭，变化很快。金融机构能不能应对这种流动性

冰火两重天的变化，包括我们监管部门（央行）能不能应对，都是未来金融稳定的重要风险点。

### 三、中国应保持汇率的灵活性，以应对外部不确定性的挑战

去年年底中央经济工作会议做了一个重要判断，即外部环境动荡不安，对我国经济的影响加深。这次硅谷银行事件、瑞士信贷风波充分表明，海外紧缩对中国经济的溢出影响不容低估。去年是金融冲击为主，主要通过金融市场、跨境资本流动影响中国。今年既有金融冲击又有实体经济冲击，除了资产价格下跌带来的传染效应外，还有欧美银行业动荡带来的信贷紧缩，加剧欧美经济下行甚至衰退，对中国从贸易渠道带来的冲击。

这次银行业动荡过程中，美元避险角色并不突出，没有出现金融动荡，美元升值的情况。无论是第一阶段硅谷银行出事，还是到第二阶段瑞士信贷出事，美元都没有涨，反而是跌的，总体上是下跌的。反倒是硅谷银行事件之前的3月7日，鲍威尔听证会议再度释放了鹰派立场，让市场重燃了货币紧缩的预期。在硅谷银行事件之前，市场预期3月份加息50个基点的概率一度达到接近80%，美元重新走强，升破了105；硅谷银行事件出来之后，美元反而震荡走低。所以，**硅谷银行这个事情对人民币汇率没有什么影响，这个期间人民币汇率保持了基本稳定，在6.90左右水平反复震荡。**

这次美债一定程度上扮演着避险资产的角色，美债收益率出现大幅度下行，不论是两年期还是十年期的。特别是两年期美债收益率，在硅谷银行事件之前一度达到5%以上，但硅谷银行事件之后一度跌到4%以下，最近在4%左右反复震荡。这里既有避险原因，市场逃向安全资产；也有硅谷银行事件发生之后，市场紧缩预期缓解。中国国债收益率，十年期也是稳中趋降。从这个意义上来讲，这一波欧美银行业动荡迄今对中国的溢出影响比较有限。

但是，这波影响还没完全过去，未来有可能会演变成金融+实体经济的双重冲击。在这样的背景下，**我们应该在保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定的前提下，保持人民币汇率弹性。**

去年人民币汇率出现有涨有跌、大开大合的走势。从3月初6.3元跌到11月初的7.3元用了8个月时间，跌了13%以上。这是自1994年初汇率并轨以来，最快、最深幅度的调整。但是，由于让汇率增加弹性，发挥了价格出清市场的作用。所以，当遭遇资本流动冲击时，如果用价格杠杆来发挥作用，一定程度上是能够平滑跨境资本流动的冲击。

上次美联储货币政策正常化操作时，2015、2016年我国每年国际收支口径的资本项目（含净误差与遗漏）净流出规模在6000亿美元以上，去年只有3019亿美元；2015、2016年我国每年短期资本净流出（净误差与遗漏）6、7000亿美元，去年仅有3324亿美元；2015、2016年我国每年外汇储备资产真金白银减少3、4000亿美元，去年外汇储备却名减实增982亿美元。可以想象，如果人民币汇率还挺在去年3月初6.3元兑1美元的水平，外资流出、市场购汇的压力只会比现在看到的要多得多。

在内外不确定、不稳定因素较多的情况下，保持汇率灵活性，有助于发挥吸收内外部冲击的减震器作用，促进宏观经济稳定和国际收支平衡。当然，也要防止汇率的过度和异常波动。国际货币基金组织去年10月份时也提到了，各国应该保持汇率灵活，只有当汇率波动影响到货币政策传导或者产生了更加广泛的金融稳定风险时，才应该采取干预措施。通俗地讲，就是货币当局日常对于汇率涨跌应该善意地忽视，只有当汇率涨跌影响到国内的物价稳定和金融稳定时才应该干预。

今年，我们一个很大的不确定性是来自于外部的经济金融动荡。对于外部动荡不安给我们带来的冲击，从外汇市场的角度，关键是要看它有没有影响我们国内的物价走势和金融稳定。对此，要在加强宏观形势边际变化分析和跨境资本流动监测预警的同时，拟定应对预案，有备无患。

# 钟正生：本轮欧美银行危机对实体经济的影响仍在演绎

钟正生 中国首席经济学家论坛理事

以下观点整理自钟正生在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 63 期）上的发言

## 一、本轮欧美银行危机的性质

不管是从美元指数走势还是市场波动率走势来看，本轮欧美银行业危机已经告一段落了。但它对实体经济的影响，对美联储政策的影响还在演绎。之所以说本轮银行危机已经告一段落，是基于以下几个方面的原因：

### 1、美国经济韧性还行

从 3 月非农数据来看，美国失业率已经降到 3.5%，整体经济表现还是不错的。很多人担心美国中小银行，以及在中小银行放贷中占了很大比例的商业地产。美国的商业地产存在一些结构性问题，但市场恐慌情绪可能夸大了它的负面影响。整体来说，美国经济目前还是比较稳健的，这也是美国银行业稳健的最大基本盘。

### 2、银行业监管指标在次贷危机后有改善

有学者认为，对银行来说监管指标合格并不代表风险管理无虞，但很多美国大银行的资本充足率、流动性覆盖率等监管指标，在欧美央行加息前期甚至中期都是有改观的，这也是不争的事实。也就是说，欧美银行业具有更高的抗打击能力和抗风险能力。

### 3、欧美监管层的反应非常快

在瑞信事件和硅谷银行事件发生 48 小时内，监管层基本上就有了解决方案。美国政府对中小银行存款保险覆盖面的扩容，对银行的紧急流动性支持等都是非常迅速的。



中国有句俗话说叫“兵贵神速”，监管出手越快，越能熨平恐慌，也越有利于事件的解决。

#### 4、市场对美联储降息的预期在强化

在这轮动荡中，欧美银行股下跌，但道琼斯指数却略微收涨，其中最大的支撑因素是美国科技股的上涨。这里的逻辑在于，**欧美银行业的动荡让市场预期美联储加息的节奏可能会放缓，甚至转而降息，这是金融条件的边际宽松。**因此，此次事件对美国金融市场以及整体经济的影响是可控的，不会发生系统性危机。根据目前指标来看，最恐慌的时候已经过去，后续也许会有发酵和演绎，但一段时间之后可能就不会成为市场关注的主旋律了。

## 二、对美联储货币政策的影响

今年年初，华尔街押注美联储不会加息到 5%，下半年肯定要降息；3 月初左右，美国经济、通胀、就业数据都非常火爆，市场加息预期陡然升温，认为美联储又要加到 5% 以上，下半年可能不会降息。可以看出，华尔街和美联储在预期的加息路径上发生了偏离，结果是美联储“战胜”了华尔街。本次欧美银行危机后，考虑到金融稳定以及后续信贷收缩的风险，市场又认为美联储可能不会再加息了，但 3 月份美联储还是加息了 25 个 BP。我们认为，**美联储不一定会放缓加息的步伐，可能会维持更长时间的高利率。**

这个判断主要是基于以下几个方面的考虑：

### 1、货币政策和宏观审慎可以“两条腿”走路

货币政策的主要目标是抗通胀，宏观审慎主要是应对金融稳定的问题。“两条腿”走路可以并行不悖，不能为了金融稳定，为了出台宏观审慎政策，就迅速地大幅调整货币政策的路径。

举几个简单的例子：去年英国养老金危机中，英国央行一边无限量购债，一边继续大幅度加息，同时使用了宏观审慎和货币政策的工具。美国今年 3 月份如期加息，同时

美联储和美国财政部也提供了大量紧急的流动性救助，例如美国存款保险公司对存款保险范围的扩容，货币政策和宏观政策也是齐头并进的。本轮危机中欧洲央行也是这样的情况，出现银行危机的成员国都紧急出台纾困政策，但欧央行也在继续加息。正如丁伯根原则所指出的，宏观审慎应对金融稳定的问题，货币政策应对通胀就业的问题，二者并行不悖。

## 2、抗通胀仍是美联储的主旋律

从稳定和管理预期的角度来说，3月份加息反映出抗通胀仍然是美联储的主旋律，市场很快也会继续围绕着这个主旋律变化。美联储看似岿然不动，却向市场传递了银行业危机“一切尽在掌控之中”的信号。如果美联储马上改弦易辙，那么就会给市场传递另外一个信号，即银行业的危机可能会失控。因此，从稳定和管理预期角度来说，美联储最好的策略就是“风动帆暂时不动”。

由于信用紧缩和货币紧缩是美联储货币传导机制的组成部分，本轮美国银行的动荡实际上起到了“歪打正着”的作用。当然并不是说美联储希望发生中小银行危机，但若加息没有在信用层面造成收缩，那么是无法给实体经济和总需求实质性降温的。3月美联储议息会议纪要也非常明确地提到，货币紧缩和信用紧缩是同一个方向的。因此，某种程度上来看，本轮银行业动荡可能也是美联储希望看到的，当然原本美联储可能希望看到更加有序和可控的信用收缩。总体来说，本轮危机会对美联储的货币政策造成影响，但抗通胀依然是主旋律。

## 三、欧美银行业危机未来可能的影响路径

### 1、对美国的影响

在本轮银行动荡后，如果美联储继续加息，甚至下半年也不降息，会带来限制性利率条件下的“人为制造的衰退”。人为制造的衰退对美联储抗通胀目标的实现是必不可少的。从华尔街和美联储的博弈中可以看出，某种程度上资本市场更关注确定性。历史

上也有过这样的表现，当年沃尔克铁腕控制通胀时，美国经济深度衰退、失业率大幅攀升，不出意外地美股前期明显下挫，但后来却反弹得更高，“跌得少，涨得多”，这就是确定性的溢价，因为市场相信了美联储控通胀的决心和能力。如果这次美联储仍然能够“不忘初心”，维持既定的加息路径不做大的调整，也可能会得到确定性的溢价，美股前期可能会有调整而下跌，但之后反弹得可能更多。

## 2、对欧洲的影响

我们始终认为欧洲有碎片化风险，因为不同成员国经济金融状况差异太大。并且欧洲只有统一的货币政策，而没有统一的财政政策，而各个国家财政状况差异也很大。这次银行业的动荡对欧洲经济金融的冲击可能会更大。不过目前来看，欧洲银行业整体监管指标还不错，无需过分恐慌。

## 3、对新兴市场的影响

目前，这一轮危机对新兴市场的跨境资本流动并没有明显的影响。去年下半年美联储激进加息时，新兴市场已经遭受过一轮“腥风血雨”的压力测试了，所以今年反而看起来有惊无险。借用一个会计术语来说，就是“先进先出”。

## 4、对中国的影响

我认为不管这轮银行危机后续怎么演绎，美联储加息都已经接近尾声。因此美元指数进一步上冲的动能是有限的，美债利率可能也很难达到前期的高点。今年中美经济周期错位，中国经济重启向上，而美国经济面临衰退风险，再加上美元和美债利率高位回落，对人民币汇率和人民币资产是比较有利的。

# 四、对中国金融监管和货币政策的影响

## 1、对中小银行的影响

从这轮欧美银行引发的恐慌中可以看出，**金融市场互联互通的程度已经远远超出我们之前的想象**。就算所有监管指标都合格了，但也还是有监管覆盖不到的地方。新冠疫情爆发后，我国政策导向是让银行支持实体经济，银行净息差一再收窄。到去年四季度，中国银行净息差已经降到很低的位置；今年一季度，净息差可能会进一步下降。后续若要银行尤其中小银行进一步支持实体经济，就要将对中小银行资本补足的问题摆在更加重要的位置上。

## 2、对房地产的影响

卖地收入是我国地方政府最大的收入来源。但过去一两年，土地出让收入锐减，地方财政吃紧。由于城投和地方财政密切相关，这种情况下，市场会担心城投违约的问题。理论上来说，城投不会违约，因为一旦某个城投违约了，这个地方的金融生态基本就败坏了，这是当地政府绝不允许的。但在地方财政持续收紧的情况下，城投刚兑的信仰可能会逐渐动摇。以硅谷银行为例，硅谷银行在前两年大笔买入美国国债和 MBS 时，利率是在低位的，它可能觉得国债和 MBS 是非常安全的资产。但在美联储快加息时，国债和 MBS 价格受到冲击，其资产投资组合就出现巨大的预期损失，对硅谷银行的经营造成很大影响。在我国城投信仰终将被打破的情况下，大量中小银行对城投的头寸暴露将如何演绎，这是需要提前做一些防范，甚至某种程度的压力测试的。

## 3、对土地财政的影响

财政风险和金融风险是密切挂钩的。现在很多地方财政运转非常困难，这种情况下地方政府如何进一步夯实债务管理，如何缓解债务偿还问题，都可能会影响到未来的金融风险。若财政风险处置不当，它可能会以金融风险的形式滋生和暴露。

# 洪灏：美元流动性缺失引发危机，中国将率先走出周期底部

洪灏 思睿集团首席经济学家

以下观点整理自洪灏在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 63 期）上的发言

## 一、本次危机对于美元地位的影响

### 1、美元作为避险工具的功能减弱

美元是所有资产定价的锚，尤其是对于新兴和发展中国家来说，美元价格走势更重要。从去年俄乌战争到现在，美国将美元使用武器化，导致国际社会对美元的稳定性产生了质疑。毕竟在外储管理上，所有国家央行的美元储备都是以记账式表达，美国可以很容易地单方面消掉你美元的储备。去年俄乌战争爆发之后，美国就基本抹平了俄罗斯 3000 多亿的美元储备，同时还追缴了俄罗斯富豪在全球各地的资产，包括他们的游艇，以及其他国家银行存的美元资产。

从前美元一直是避险工具，只要市场风险上升，资金就会流入美元避险。但在俄乌战争发生后，美元并没有上涨很多。尽管在战争初期，大家还是条件反射地去囤美元，但之后卢布有所升值，因为俄罗斯的原油出口非常强劲。俄乌战争之后一系列的事件，导致欧洲对俄罗斯能源出口的依赖性反而加强了。所幸欧洲有个不寻常的暖冬，使得之前市场预测的，对于天然气的依赖以及对于能源价格的限制至今都没有实现。

在俄乌战争之后发生的一系列事件中，美元作为避险货币的功能减弱。去年美元指数走高到了近几十年的高位 115 左右，而黄金却只是微跌。在去年整体动荡的市场环境中，黄金反而成为了表现得比较好的资产之一。

### 2、风险还在持续发酵

截至目前，一系列风险仍然在发酵，这很难不让人联想到 2008 年危机。2007 年夏天，汇丰的 Mortgage Desk 房贷项目中心产生了几亿美金的减提。当时大家还没有反应过来，美联储政策依然以抗通胀为主，一直加息到 2008 年 1 月份。2008 年 3-4 月，贝尔斯登，美国最富盛名的投行之一，因为 MBS 的暴雷太大，轰然倒下，被 JP 摩根接手。当时的论调是：“每一次危机都会猎杀一个大鲸鱼”、“一鲸落，万物生”。就像 1998 年的 LTCM 长期资本，1995 年的英国巴林银行等，每次危机中都会有一个巨型的金融机构倒闭，贝尔斯登可能就是这样一条巨鲸。市场普遍认为贝尔斯登倒闭后就没事了，直到 2008 年 6 月，当时大宗商品价格飙升，油价飙到了 144 美元/桶。

本次是美国银行史上，自 2008 年以来的第二和第三大银行倒闭事件，在一周内倒闭了两家银行，一个月内倒闭了三家银行。这是以前没有经历过的，对此我们应该有足够的重视。

## 二、风险的来源：美元流动性缺失

从美国十年国债收益率来看，自从 80 年代初保罗沃尔克用极其鹰派的货币政策控制了美国当时 15%-18% 的通胀之后，通胀和美国偿债收益率都在长期下行的区间里。值得注意的是，每一次美债收益率飙升都是以全球某个国家、某个地方、某一种资产类别的危机告终。比如 1987 年的“黑色星期一”：美国的长债飙到了长期下行区间的上沿；1994 年的 Mexico Crisis 墨西哥危机：当时墨西哥试图采取浮动利率，并且认为自己可以通过加息阻止资本的外逃，最后造成了 1994 年墨西哥和拉美的危机；1997 年亚洲的危机和 1998 年俄罗斯的违约：危机从泰国开始，蔓延到东南亚各国甚至中国香港。尽管当时东南亚各国的央行不断加息，企图像墨西哥当年那样通过加息阻止资本外逃，但仍旧没有成功。1998 年，当时最大的宏观对冲基金长期资本倒下。此外，还有 2008 年的全球金融危机，2018 年的贸易战以及从 2022 年一季度开始的美国偿债收益率大幅度飙升。这次飙升超过了历史上的任何一次，远远突破了长期下行的趋势线。同时也带来了危机，比如近期的欧美银行危机。瑞信是一家资产管理规模超过万亿的系统性中小银行；硅谷银行虽然资产规模没有达到 2500 亿美元的系统重要性银行标准，但他是为

了规避监管，故意把自己的资产控制在 2500 亿美元以下，以获得监管上合规成本的控制，最后轰然倒塌。

每一次危机产生的原因相同，结果也是一样的。产生的原因是通胀飙升，美联储加息控通胀，随后经济放缓，出现系统性的美元流动性缺失。表现在资产价格上就是美国长端收益率大幅上升，价格大幅度暴跌，最后导致历史上一系列的重大危机。价格的波动一定会对金融市场和实体经济的运行产生巨大冲击。比如 1994 年拉美危机之后，阿根廷直到现在都没缓过来。因此，千万不要小看金融资产价格波动对于未来风险的提示。

### 三、美国经济短期内将加速下行

随着美联储的加息，美国会逐渐进入衰退。每一次美联储加息都是以危机告终的，这一次也不会例外。在银行危机发生后，美联储马上提出美元互换机制，打开了借贷的窗口，导致接下来两周时间里，美联储的贴现窗口被借走约 1700 亿美元，这是除 2020 年 3 月之外，历史上最大规模的一次，比 2008 年贴现借贷的规模还大，而且发生在短短两周之内，使得美联储资产负债表规模重新回到上升的趋势。

从过去几周公布的经济数据来看，美国的 IP、PMI 以及就业情况都比预期的要差。市场把它解读为虽然差，但只差了一点点，这加大了美联储货币政策的好处，使得美股上涨。

#### 1、美国实体经济运行情况

通过收集各个宏观部门经济数据，并进行滤波、降噪等处理，我们分析了经济周期的起伏以及它对于各个宏观部门经济波动的影响。美国的经济周期是非常有规律的，平均 3-5 年会出现一次“低-高-低”的周期性波动。在宏观经济波动时，大量宏观因子会同时有规律地向同一个方向以既定的频率运行，既有价的波动也有量的波动，还有情绪上的波动。

美国经济很快就会加速下行，这是经济周期波动使然。至于它是否会进入传统定义

上的衰退，即连续两个季度实际 GDP 增长为负，仍然有待考证。但即便不把本轮下行定义为经济衰退，它也会让你切身处地地感受到衰退的痛苦。举例来说，2022 年一二季度，美国实体经济 GDP 增速为负，但 NBER 没有把它定义为衰退，而是解释为技术原因。是否衰退是由官方定义的，但实际的衰退是由实体经济、股市、投资者和企业家来承受的。

我们对于今年中国经济的判断是：**中国正处于周期的底部，2023 年是筑底复苏的一年。**值得注意的是，中美经济周期是密切相关的，中国的经济波动领先美国的经济周期大概 6 个月左右。

## 2、中美经济周期密切相关

中国经济波动的一个短周期大概是 3-4 年。半导体对于美国经济甚至全球经济的发展都非常重要，也导致了出于恶性竞争的心理，很多半导体行业出现技术禁运。将美国半导体周期和中国经济周期放在一起对比，可以发现它们的相关性是很强的。无论是中国经济周期，还是美国半导体周期、美国金融周期，当经过时间调整和滤波之后，它们都出现了 3-4 年周期波动的规律。今年中国经济率先达到周期底部，开始修复，将率先走出周期底部。与此同时，我们也不能忽略外部因素对于中国经济运行的影响。

## 四、长期内美元周期向下，替代性货币体系正在形成

每一次全球金融市场系统性危机都产生于美元流动性缺失导致美元价格在短期大幅上升，此时大家出于避险需求购买美元，导致美元价格往往在出现危机时大幅升值。很多新兴市场出于贪便宜的心理，长期以美元形式借此美元债。在危机发生时，美元的巨幅升值就会对这些新兴市场国家的资本账户，包括货币与利率产生非常负面的影响。

长期来看，“去美元化”或者说独立于美元的替换性货币体系正在形成。我们并不能很快地把美元消灭掉，毕竟国际储备中有 60% 是美元，全球大概 70%-80% 的交易都是以美元计价的。因此，短期之内美元霸权很难撼动，但我们可以开发另外一个系统。



就像二十年前，微软的 Windows 系统几乎垄断市场，苹果市场占有率不到 1%，大家都觉得苹果没戏。但今天来看，苹果的 iOS 系统是独立于 Windows，可以完美地替代 Windows 系统。目前国际货币体系中也在逐渐产生可替代美元的系统，这个系统很可能是以中国人民币作为核心的。

**短期危机的确有利于美元价格上升，但长期内美元的周期是向下的。**尤其是在 2020 年新冠疫情之后，美国的经常性账户不断扩大。经过周期性调整，可以看到美元指数有两个顶点，第一个顶点出现在 1998 年左右，第二个顶点则出现在 2018 年的贸易战时期。

总结来说，每一次美联储加息都是以危机告终的，但硅谷银行和签名银行的倒闭应该引起我们的重视，要对市场和未来的波动保持足够的警惕性。此外，美国经济周期将加速下行。今年中国经济快速触底复苏，复苏的风险很大一部分来自于海外。最后，长期看来美元将会走弱。美国经常账户的恶化往往领先美元周期几年左右，以这样的时间窗口计算，在未来的 5-10 年里，将会有有一个替代性的货币系统逐步形成，这个系统很可能是以人民币为中心的。近期，中国签署了一连串外交协议，与中东国家的往来也越来越密切，中国和巴西开始以人民币结算等，这些都说明了人民币国际化进程正在加速。

# 赵伟：海外市场波动依然较大，长期内美元将面临趋势性贬值

赵伟 国金证券首席经济学家

以下观点整理自赵伟在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 63 期）上的发言

## 一、金融动荡对美联储加息进程和金融稳定的影响

### 1、对硅谷银行事件的观察：具有个例性，也有一定代表性

#### 1) 问题是常年累积的结果，硅谷银行具有一定代表性

2008 年金融危机之后，全球经济增长中枢、通胀中枢和利率中枢都在不断下降。这会鼓励一些激进的部门加杠杆，比如美国投机级债的发行量占比相比 2008 年之前有较大幅度的抬升，欧洲边缘国的一些杠杆还在继续上升等。疫情期间，进一步加剧这一趋势。

主要央行在极短的时间内放水力度之大是空前的，激励激进的经济金融部门加快扩张。美联储在疫情期间短短一年半左右时间里，资产负债表扩大 1 倍，与此同时硅谷银行扩表 2 倍，很有代表性。随后的加息进度又是历史上加的最急的一次，这对激进的经济金融部门而言，冲击是比较大的，硅谷银行具有一定代表性。

#### 2) 对通胀及金融环境普遍的误判，也存在普遍性

从硅谷银行扩表过程中资产端行为的表现来看，该银行对后续一段时期通胀形势，以及美联储货币政策紧缩的力度存在一定误判，而这种情况可能存在一定普遍性，而且会导致未来一段时期，相对激进的经济金融部门问题暴露仍将继续。

我们可以看到硅谷银行 2021 年资产结构的变化，持有到期资产的比重从 20%左右

快速提升至 40%，久期也出现明显拉长。当时，美国基本面依然偏弱、通胀率开始抬升，但市场对通胀形势的认识存在很大分歧，10 年期国债利率的水平在 1.5% 左右窄幅震荡。硅谷银行的操作，反应对未来一段时期通胀形势的认识不足。类似现象，在疫情前半段具有一定普遍性。

## 2、金融市场稳定性变差，海外市场波动较大

银行危机的出现，导致美联储从单一通胀目标转向在控通胀、稳就业、防风险三者间做平衡。供给端的影响因素下，薪资增速、能源价格等都会持续高位，导致**通胀回落的速度会非常慢，降息周期启动的时点会非常晚、高利率状态持续的更久**。早期行为激进的部门，在高利率状态下，问题会继续暴露；央行更多通过量化工具的使用，针对性的解决问题。

这种政策环境下，全球资本市场稳定性依然会比较差，受事件性冲击影响政策预期的大幅波动，会成为引发市场波动的核心因素。市场与经济基本面一定程度的脱钩，会让金融机构的投资行为稳定性也开始变差。

推演来看，美债长端利率相对高位区间震荡为主，10Y 美债利率可能一段时期内会在 3-4% 的区间震荡。历史经验来看，经济正式进入衰退阶段的过程中，美股往往还会有一段杀盈利的过程，一般还会有 15-20% 的跌幅。**无论是从政策角度还是从基本面角度来看，海外市场的波动依然较大。**

## 二、金融动荡对于美元国际地位的影响

### 1、短期内美元将维持震荡，长期或已进入趋势贬值通胀

历史经验来看，全球经济衰退阶段，美元指数是易涨难跌的。主要原因在于，美元指数中，欧元占的比重是非常高的。在欧洲经济中，出口占 GDP 的比重超过一半，而欧洲对外出口中，对美出口占比最高、大概在 20% 以上。美国经济衰退阶段，必然对欧洲造成拖累。经济衰退阶段，非美经济体弹性更大，问题暴露的过程中还会导致避险情绪

对美元的支持等。

本轮经济周期还需要注意的一点是，能源价格高企的背景下，欧洲能源自给率低的问题，会导致**欧洲经济的稳定性更差、欧洲滞胀特征比其他主要经济体更明显**。因此，短期来看，看空美元是有风险的。

另一个变化是，无论是疫情期间的央行扩表，还是地缘政治影响下的其他操作等，对美元信用的透支都是比较明显的；随后出现的“去美元化”的趋势也是非常显著的。去年下半年以来，“去美元化”的趋势就在越发显著，其中有一部分资金流向了黄金市场，导致黄金市场定价明显强过实际利率支撑的价格，二者之间出现了一定割裂，就是典型表征。

综合来看，美元短期维持区间震荡的概率更大一些。但长期来看，美元可能已经在**贬值通道之中**。长期影响因素中，比较显著的有两个：1、“去美元化”进程在一段时间内可能会持续加速；2、新一轮产业大迁移对全球汇率定价的影响。这两个逻辑导致长期来看，美元将面临趋势性贬值。

## 2、人民币兑美元汇率，下半年或将超预期升值

汇率反映的是经济体的相对强弱程度，而中国和美国处于周期的不同阶段，中国正值复苏初期，美国处于衰退初期。在此背景下，人民币兑美元的汇率是倾向于升值的。我们预判，到今年年底，人民币兑美元的汇率升值的幅度可能比预想的还要更高，大约在6.3-6.5。这个预判是有前提的，即国内经济基本面疫后持续修复。**国内经济健康发展，资本市场自然会给予相应的定价，汇率升值也会有一定延续性。**



**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

