

美國銀行危機：非傳統貨幣政策實驗的副作用

中信銀行（國際）首席經濟師 卓亮

內容提要

- 多年零利率政策與量化寬鬆措施製造了流動性氾濫的局面，資金成本被人為壓低
- 銀行的商業模式逐漸變成過度依賴低息環境，部分銀行無法承受貨幣政策正常化的衝擊
- 在經營方面，倒閉的銀行管理層固然難辭其咎，但聯儲局作為監管者、貨幣政策制定者，責無旁貸

從3月開始，美國在兩個月內出現當地史上第二至第四大的銀行倒閉案例。雖然危機未演變為系統性風險，但顯然亦不宜將其定性為個別事件而掉以輕心。畢竟，今年倒閉的三家銀行總資產，已經遠高於2008年倒閉的25家銀行資產總和。聯儲局在金融海嘯後，長期進行超寬鬆且非傳統的貨幣政策實驗，以致銀行業的脆弱程度、金融穩定性均出現惡化。一旦離開寬鬆貨幣環境的溫室保護，銀行的商業模式就面對衝擊，流動性及償付能力急劇減弱。

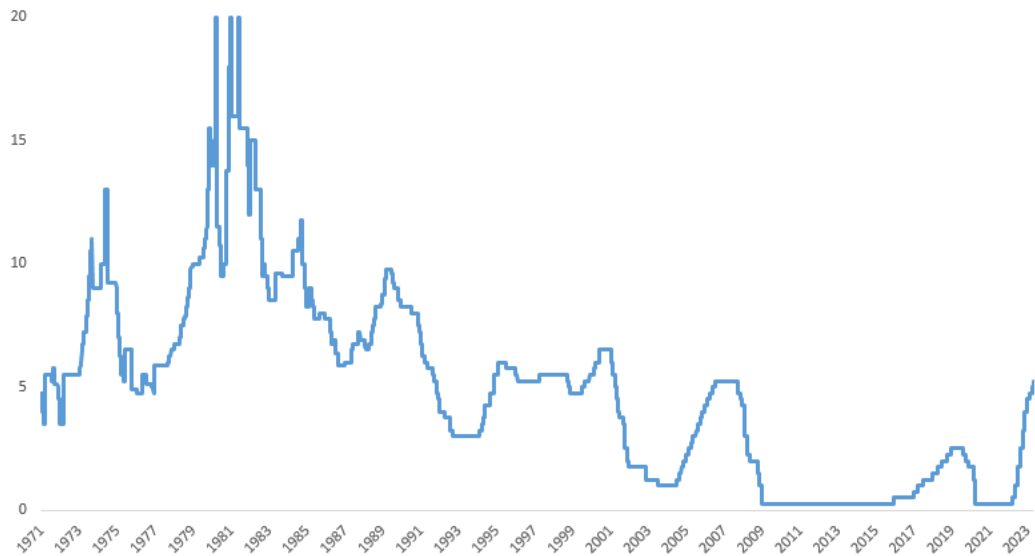
超低息環境成為長期存在的常態及前景假設

聯儲局從2022年3月開始展開超過40年以來最進取的加息週期，但在這之前，貨幣政策長期處於不合時宜的超寬鬆狀態，埋下了危機的種子。按照國家經濟研究局(National Bureau of Economic Research, NBER)的判斷，由金融海嘯造成的美國大衰退在2009年第二季度結束。然而，貨幣政策不但沒有正常化，寬鬆程度更變本加厲。

在利率方面，聯邦基金利率在2008年12月降至零利率下限後，足足7年維持不變；零利率政策在2015年12月結束後，聯儲局又再用了3年時間才緩慢地把聯邦基金利率目標上限調整至2.5%。在這期間，美國經濟其實正經歷史上最長的擴張週期，從2009年7月至2020年2月，長達128個月之久。聯儲局卻一直壓低利率，並在2019年7月減息，在2020年3月重新推出零利率政策。低息環境長期存在，自然而然地逐漸成為市場的共識。

圖一 聯邦基金利率目標上限 (%)

25

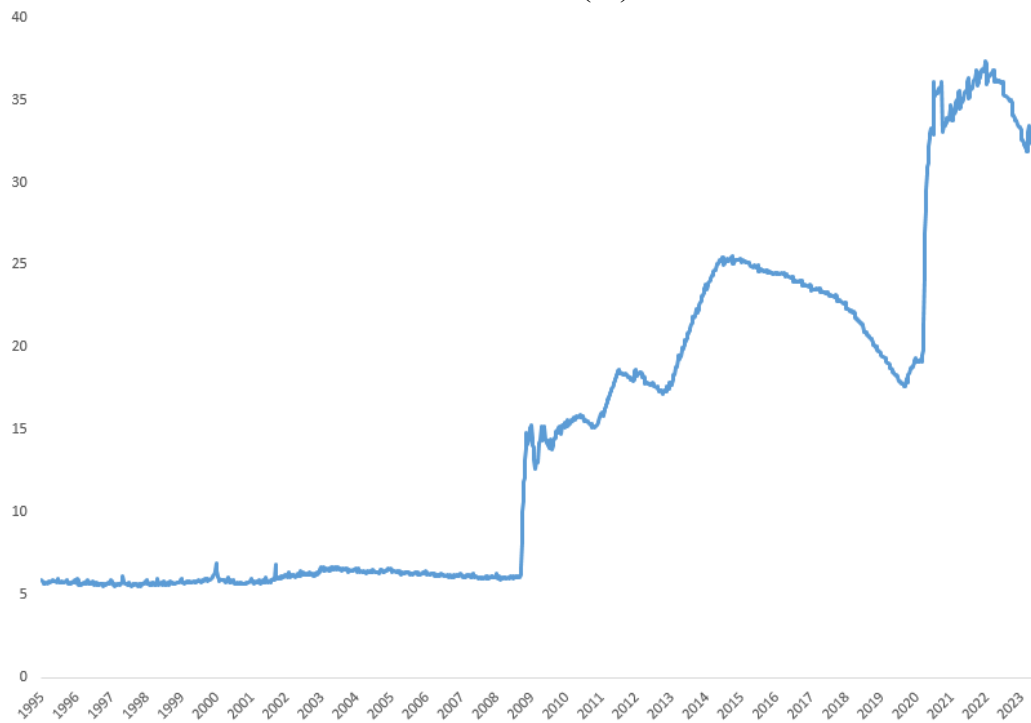


資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究

在央行資產規模方面，由於聯儲局長期進行所謂大規模資產購買的量化寬鬆計劃，資產負債表不斷膨脹。在絕對水平上，聯儲局總資產從 2008 年不足 9 千億美元升至 2022 年接近 9 萬億美元，14 年內飆升 9 倍。在相對水平上，央行流動性的影響力變得舉足輕重。2008 年以前，聯儲局總資產佔 GDP 比率長期維持在 6% 左右。惟經過多輪量寬後，該比率於 2021 年飆升至超過 37%。

可見，從 2008 年至 2022 年，美國經歷了長達 14 年的非傳統貨幣政策環境。超低利率、源源不絕的央行量寬，創造出流動性氾濫的局面，資金成本長期被人為壓低。在這種環境下經營的銀行，其商業模式及風險管理難免會受到影響。一旦失去貨幣寬鬆的呵護，就需要面對流動性問題，甚至償付能力危機，處理不當則面臨倒閉風險。

圖二 聯儲局總資產佔美國 GDP 規模 (%)



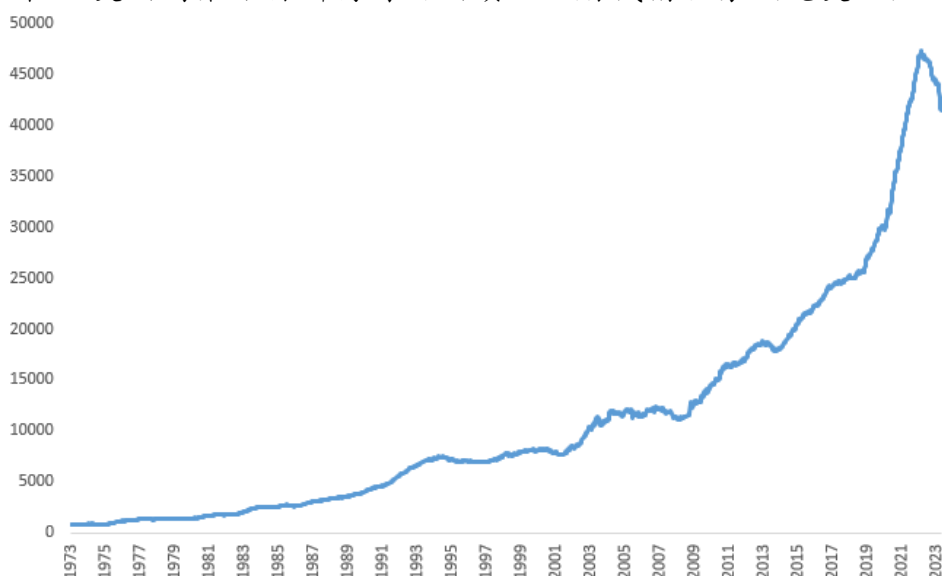
資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究

貨幣政策正常化顛覆了部分銀行的商業模式

矽谷銀行(SVB)是商業模式被顛覆的一個極端案例。SVB 事實上並沒有進行非傳統的高風險投資，所持有的證券主要包括國債及政府機構債券。然而，為了追逐更高回報，SVB 購買的債券年期非常長，且定息證券佔總資產規模一度高達 55%。換言之，這些資產雖然信用風險極低，但利率風險相當高。聯儲局積極加息，導致債券價格暴跌，債息抽升。SVB 的資產價值隨即大幅萎縮，直至資不抵債。

SVB 對定息證券的青睞程度無疑屬於極端，但在長期超寬鬆貨幣政策的環境下，一眾美國商業銀行均出現類似的轉變。2008 年 4 月，美國商業銀行所持有的國債及政府機構證券(treasury and agency securities)總額約 1.1 萬億美元，僅為總資產的 10%。於 2022 年 2 月（聯儲局加息前一個月），相關資產價值已膨脹至超過 4.7 萬億美元的高位，近 14 年間上升約 330%，佔總資產比例亦倍增至 21%。顯然，在超低息環境下增加債券投資比重，是美國銀行界商業模式的集體改變。

圖三 美國商業銀行所持有的國債及政府機構證券（億美元）



資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究

第一共和銀行(FRC)是另一個受超低息環境扭曲商業模式的極端案例。FRC 的存款來源主要是美國的沿海富裕人群，在資金成本長期低企的環境下，銀行向加州與紐約州的高淨值置業人士及投資者提供高額的低息按揭服務，一度成為全美估值最高的銀行之一。然而，加息週期迅猛展開後，一方面，存戶要求更高的回報，FRC 資金成本急升；另一方面，加息及房地產市場受壓的雙重打擊導致按揭業務的價值嚴重受損。而商業房地產 (commercial real estate, CRE) 貸款也成為美國銀行業須面對的主要風險來源。

便宜錢的昂貴代價

在資金成本過低的年代，金融市場充斥著便宜錢(cheap money)，甚至免費錢(free money)。受巨額流動性支持，無論實體經濟表現如何，資產價格反覆攀升，造成虛假繁榮現象。當然，世上沒有免費的午餐，表面廉價的事物往往代價不菲。利率作為市場最核心的價格信號，被長期扭曲壓低，扣除通脹後的實際負利率持續為負數，副作用是削弱社會資本分配的效率、鼓勵金融市場投機活動、扶持經營收入僅能支付利息的僵屍企業(zombie companies)、拖慢生產力發展。

在美國經濟保持增長的擴張週期內，今年 3 家倒閉銀行的總資產已高達 5485 億美元，比 2008-2009 年金融海嘯及大衰退兩年內的 5445 億美元倒閉銀行總資產更高。聯儲局以維護金融穩定為己任，其貨幣政策實際上卻不斷鼓勵金融風險的累積。如果這個環節不被檢討，任何監管政策的調整都難以避免下一個危機的出現。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**