

美国银行危机：非传统货币政策实验的副作用

中信银行（国际）首席经济师 卓亮

内容提要

- 多年零利率政策与量化宽松措施制造了流动性泛滥的局面，资金成本被人为压低
- 银行的商业模式逐渐变成过度依赖低息环境，部分银行无法承受货币政策正常化的冲击
- 在经营方面，倒闭的银行管理层固然难辞其咎，但联储局作为监管者、货币政策制定者，责无旁贷

从3月开始，美国在两个月内出现当地史上第二至第四大的银行倒闭案例。虽然危机未演变为系统性风险，但显然亦不宜将其定性为个别事件而掉以轻心。毕竟，今年倒闭的三家银行总资产，已经远高于2008年倒闭的25家银行资产总和。联储局在金融海啸后，长期进行超宽松且非传统的货币政策实验，以致银行业的脆弱程度、金融稳定性均出现恶化。一旦离开宽松货币环境的温室保护，银行的商业模式就面对冲击，流动性及偿付能力急剧减弱。

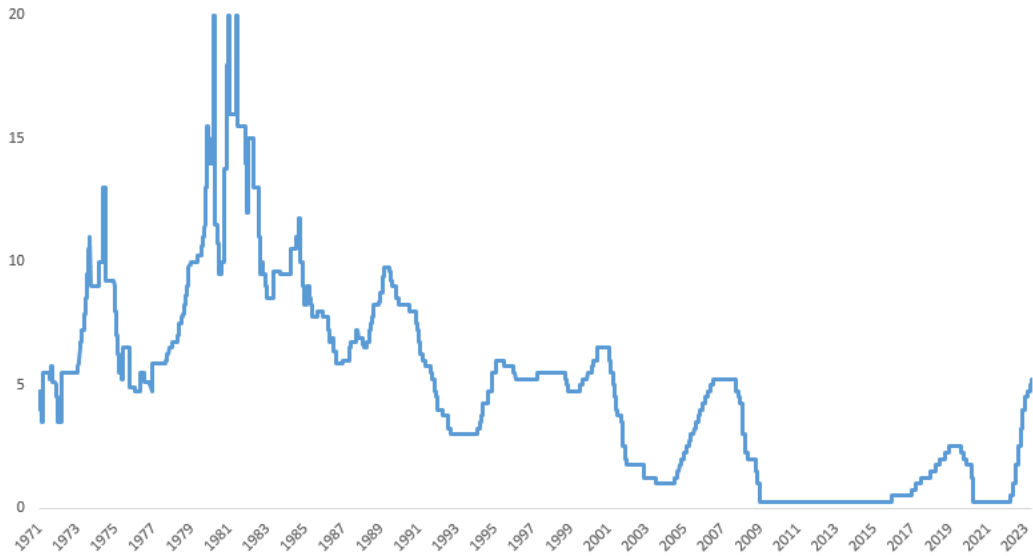
超低息环境成为长期存在的常态及前景假设

联储局从2022年3月开始展开超过40年以来最进取的加息周期，但在这之前，货币政策长期处于不合时宜的超宽松状态，埋下了危机的种子。按照国家经济研究局(National Bureau of Economic Research, NBER)的判断，由金融海啸造成的美国大衰退在2009年第二季度结束。然而，货币政策不但没有正常化，宽松程度更变本加厉。

在利率方面，联邦基金利率在2008年12月降至零利率下限后，足足7年维持不变；零利率政策在2015年12月结束后，联储局又再用了3年时间才缓慢地把联邦基金利率目标上限调整至2.5%。在这期间，美国经济其实正经历历史上最长的扩张周期，从2009年7月至2020年2月，长达128个月之久。联储局却一直压低利率，并在2019年7月减息，在2020年3月重新推出零利率政策。低息环境长期存在，自然而然地逐渐成为市场的共识。

图一 联邦基金利率目标上限 (%)

25

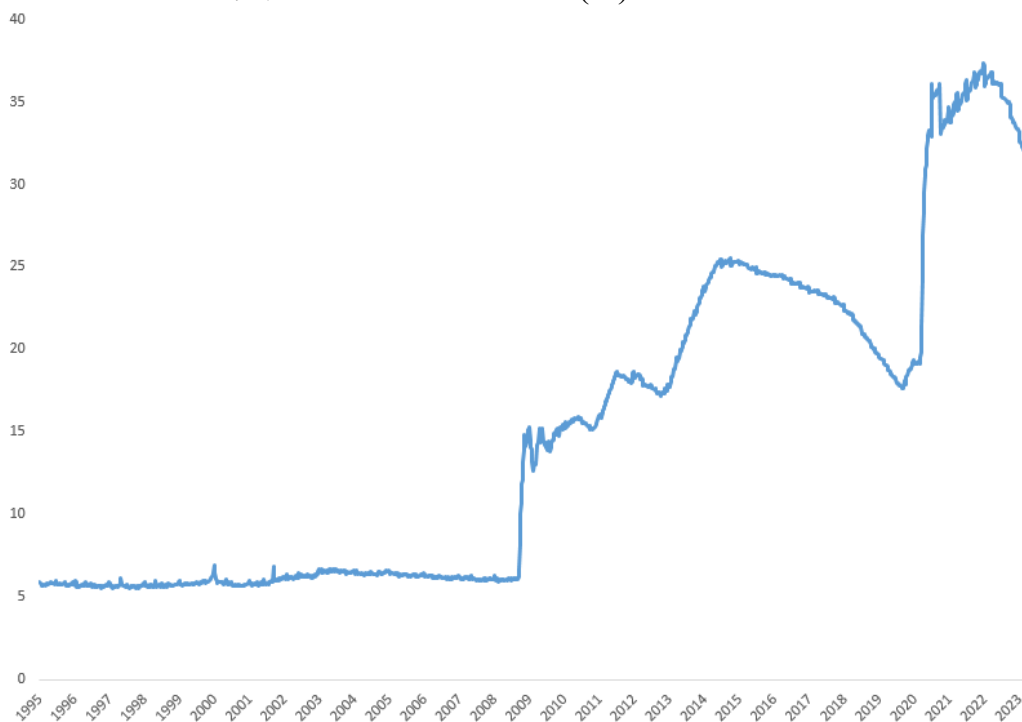


数据源：彭博、中信银行（国际）研究

在央行资产规模方面，由于联储局长期进行所谓大规模资产购买的量化宽松计划，资产负债表不断膨胀。在绝对水平上，联储局总资产从2008年不足9千亿美元升至2022年接近9万亿美元，14年内飙升9倍。在相对水平上，央行流动性的影响力变得举足轻重。2008年以前，联储局总资产占GDP比率长期维持在6%左右。惟经过多轮量宽后，该比率于2021年飙升至超过37%。

可见，从2008年至2022年，美国经历了长达14年的非传统货币政策环境。超低利率、源源不绝的央行量宽，创造出流动性泛滥的局面，资金成本长期被人为压低。在这种环境下经营的银行，其商业模式及风险管理难免会受到影响。一旦失去货币宽松的呵护，就需要面对流动性问题，甚至偿付能力危机，处理不当则面临倒闭风险。

图二 联储局总资产占美国 GDP 规模 (%)



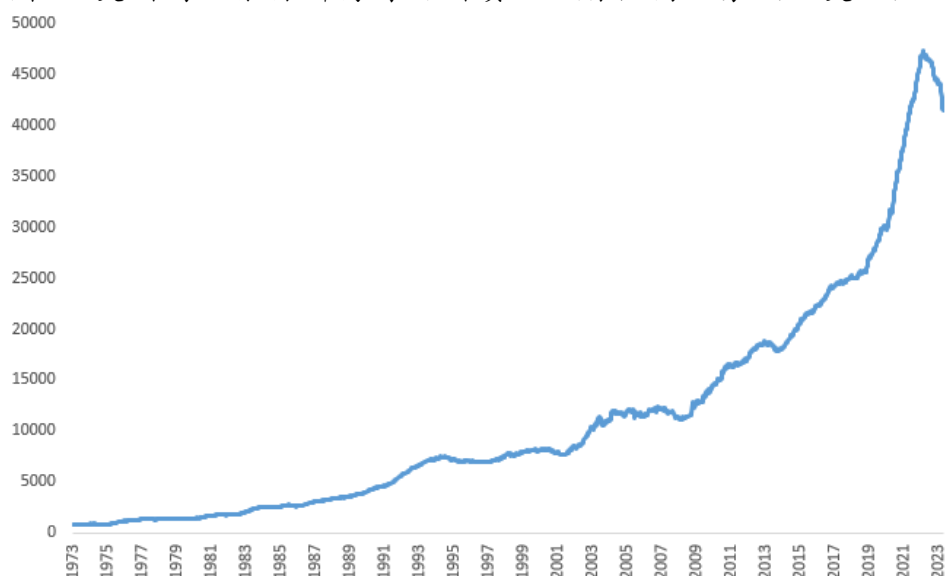
数据源：彭博、中信银行（国际）研究

货币政策正常化颠覆了部分银行的商业模式

硅谷银行(SVB)是商业模式被颠覆的一个极端案例。SVB 事实上并没有进行非传统的高风险投资，所持有的证券主要包括国债及政府机构债券。然而，为了追逐更高回报，SVB 购买的债券年期非常长，且定息证券占总资产规模一度高达 55%。换言之，这些资产虽然信用风险极低，但利率风险相当高。联储局积极加息，导致债券价格暴跌，债息抽升。SVB 的资产价值随即大幅萎缩，直至资不抵债。

SVB 对定息证券的青睐程度无疑属于极端，但在长期超宽松货币政策的环境下，一众美国商业银行均出现类似的转变。2008 年 4 月，美国商业银行所持有的国债及政府机构证券(treasury and agency securities)总额约 1.1 万亿美元，仅为总资产的 10%。于 2022 年 2 月（联储局加息前一个月），相关资产价值已膨胀至超过 4.7 万亿美元的高位，近 14 年间上升约 330%，占总资产比例亦倍增至 21%。显然，在超低息环境下增加债券投资比重，是美国银行界商业模式的集体改变。

图三 美国商业银行所持有的国债及政府机构证券（亿美元）



数据来源：彭博、中信银行（国际）研究

第一共和银行(FRC)是另一个受超低息环境扭曲商业模式的极端案例。FRC的存款来源主要是美国的沿海富裕人群，在资金成本长期低企的环境下，银行向加州与纽约州的高净值置业人士及投资者提供高额的低息按揭服务，一度成为全美估值最高的银行之一。然而，加息周期迅猛展开后，一方面，存户要求更高的回报，FRC资金成本急升；另一方面，加息及房地产市场受压的双重打击导致按揭业务的价值严重受损。而商业房地产(commercial real estate, CRE)贷款也成为美国银行业须面对的主要风险来源。

便宜钱的昂贵代价

在资金成本过低的年代，金融市场充斥着便宜钱(cheap money)，甚至免费钱(free money)。受巨额流动性支持，无论实体经济表现如何，资产价格反复攀升，造成虚假繁荣现象。当然，世上没有免费的午餐，表面廉价的事物往往代价不菲。利率作为市场最核心的价格信号，被长期扭曲压低，扣除通胀后的实际负利率持续为负数，副作用是削弱社会资本分配的效率、鼓励金融市场投机活动、扶持经营收入仅能支付利息的僵尸企业(zombie companies)、拖慢生产力发展。

在美国经济保持增长的扩张周期内，今年3家倒闭银行的总资产已高达5485亿美元，比2008-2009年金融海啸及大衰退两年内的5445亿美元倒闭银行总资产更高。联储局以维护金融稳定为己任，其货币政策实际上却不断鼓励金融风险的累积。如果这个环节不被检讨，任何监管政策的调整都难以避免下一个危机的出现。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**