

# 中国宏观金融分析

## 2023 年第一季度

---

中国社会科学院金融研究所  
宏观金融分析团队

---

负责人 张晓晶 张明（执行）  
执笔人 曹婧 张冲 费兆奇（国内部分）  
江振龙 王喆 郑联盛（国际部分）

2023 年 4 月

# 目 录

<b>全球宏观金融报告 .....</b>	<b>1</b>
一、全球宏观金融形势回顾 .....	2
（一）美欧通胀触顶回落，但依旧坚挺处于历史高位 .....	2
（二）美联储延续紧缩性货币政策态势，但加息节奏趋缓 .....	3
（三）美欧银行业危机引发金融动荡，或冲击已承压的商业地产 .....	4
二、背后的深层次原因 .....	4
（一）劳动力市场持续紧张，核心服务价格成为美国通胀最顽固的部分 .....	5
（二）通胀成因复杂，美联储紧缩性货币政策效果或打折扣 .....	8
（三）存款缩水与浮亏暴露导致硅谷银行破产倒闭 .....	9
三、全球宏观金融形势展望 .....	10
（一）通胀居高不下，美联储可能继续加息 1~2 次，每次 25 个基点 .....	10
（二）美欧银行业动荡尚未结束，但演化成系统性金融危机概率较低 .....	12
（三）全球经济增速放缓，美国经济软着陆面临较大压力 .....	12
四、对中国的影响及政策建议 .....	14
<b>中国宏观金融报告 .....</b>	<b>15</b>
一、国内宏观金融形势回顾 .....	16
（一）多重积极因素助力经济开局向好 .....	16
（二）通缩压力恐成经济运行主要风险 .....	17
二、通缩压力成因分析 .....	18
（一）内需恢复动力不足 .....	18
（二）出口阶段性承压 .....	19
（三）居民资产负债表“躺平” .....	21
（四）输入性通胀压力已明显缓解 .....	22
三、宏观经济展望和政策建议 .....	23
<b>专题：硅谷银行破产事件 .....</b>	<b>25</b>
一、事件演进 .....	25
（一）硅谷银行破产事件演进速度极快 .....	25
（二）美国政府对此次危机事件的应对速度极快 .....	25

二、原因分析.....	26
（一）宏观层面：金融债务与产业周期下行是根本原因 .....	26
（二）微观层面：硅谷银行资产负债错配叠加商业模式特征是直接导火索 .....	27
（三）制度层面：监管放松助长风险积累 .....	28
三、潜在影响与未来演进.....	28
（一）潜在影响.....	28
（二）未来演进.....	31
四、对中国的影响和应对建议.....	33
（一）对中国的影响.....	33
（二）应对建议.....	33

# 全球宏观金融报告

2023 年第一季度

## 美欧通胀顽固 加息方向或难逆转

### 内容摘要

本季度主要发达经济体仍面临显著的通胀压力。美欧通胀较 2022 年高点有所回落，但同比均值仍超 6%，英国和日本通胀还在高位徘徊。深入分析美国通胀的构成、走势及其根源发现，持续紧张的劳动力市场使工资薪酬居高不下，进而使核心服务价格成为美国通胀中最顽固的部分。为确保通胀目标制的政策公信力，美、欧、英短期内较难改变政策方向，这意味着发达经济体的加息进程尚未结束。

美欧大幅快速加息已深刻改变全球金融市场走势，使得风险偏好降低和风险溢价扩大。硅谷银行破产倒闭、瑞士信贷被低价并购等美欧银行业风险持续暴露，演绎了自 2008 年国际金融危机以来最严重的风险事件。美欧银行业风险是否会升级为系统性金融危机还有待观察。

美欧货币当局的政策两难将会进一步显现，迫于通胀压力美联储仍可能继续加息 1~2 次，每次加息 25 个基点，这将使得美国经济增长继续承压。美欧货币政策紧缩、银行风险上升和经济增速放缓具有显著的负面外溢效应，对我国的影响将进一步深化。我国应坚持稳中求进总基调，积极应对，确保经济金融稳定。

# 一、全球宏观金融形势回顾

2023 年一季度美欧通胀在 2022 年触顶之后开始回落，但仍处于历史高位。美国为抑制通胀继续保持紧缩性货币政策态势，但加息节奏有所放缓。个别美欧银行在加息潮下因资产负债表恶化遭遇挤兑危机，由此引发的美欧银行业风险暴露造成金融动荡，或冲击已承压的商业地产。

## （一）美欧通胀触顶回落，但依旧坚挺处于历史高位

2023 年 2 月，美国 CPI 同比上升 6%，较 1 月下降 0.4 个百分点，剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比上升 5.5%，较 1 月下降 0.1 个百分点；欧元区 CPI 同比上升 8.5%，较 1 月下降 0.1 个百分点，但核心 CPI 同比上升 5.6%，较 1 月上涨 0.3 个百分点；英国 CPI 同比上升 10.4%，较 1 月上涨 0.3 个百分点，核心 CPI 同比上升 6.2%，较 1 月上涨 0.4 个百分点；日本 CPI 同比上升 3.3%，较 1 月下降 1 个百分点，核心 CPI 同比上升 3.1%，已连续 18 个月出现同比上升。图 1 表明，美国和欧元区通胀在 2022 年触顶之后开始稳步回落，英国和日本通胀在波动中有所下降，但尚未出现明显的回落态势。与历史相比，美欧等发达经济体通胀仍处于高位，远超 2% 目标值。

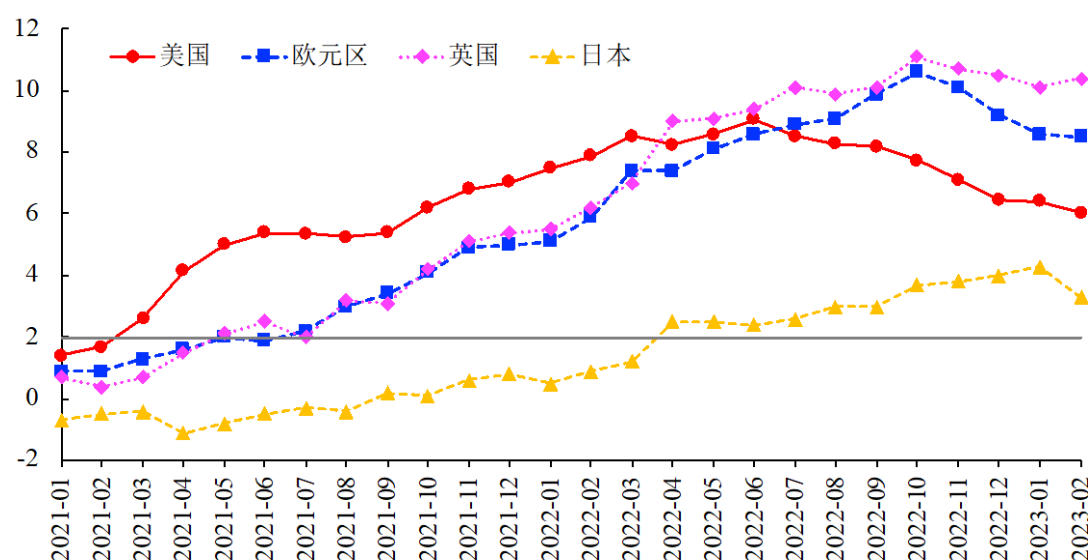


图 1 主要发达经济体通货膨胀 (%)

资料来源：CEIC。

## （二）美联储延续紧缩性货币政策态势，但加息节奏趋缓

2023 年一季度美联储等主要发达经济体中央银行的议息会议全部结束。美联储在 2 月 1 日、3 月 22 日分别加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间提升至 4.75%~5%，这是自去年 3 月以来美联储连续第 9 次加息，累积加息幅度达 475 个基点。欧洲央行在 2 月 8 日、3 月 22 日分别加息 50 个基点，将存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款便利利率分别上调至 3%、3.5%和 3.75%，这是自去年 7 月以来欧洲央行连续第 6 次加息，累积加息幅度达 350 个基点。英国央行在 2 月 2 日、3 月 23 日分别加息 50 个基点、25 个基点，将政策利率上调至 4.25%，这是自 2021 年 12 月以来英国央行连续第 11 次加息，累积加息幅度达 415 个基点。目前，日本央行仍维持超宽松货币政策，将短期利率维持在-0.1%水平，10 年期国债收益率目标浮动区间由 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.5\%$ 。图 2 表明，美联储从单次加息 25 个基点提高到单次加息 50 个基点再到 75 个基点，并在 75 个基点上连续加息 4 次，之后单次加息幅度降到 50 个基点，在今年 2 月和 3 月美联储连续将加息幅度放缓至 25 个基点，由此可以看出美联储的加息节奏已经放缓。相较于美国，欧元区和英国通胀形势更加严峻，欧洲央行和英国央行货币政策压力尚未得到缓释。

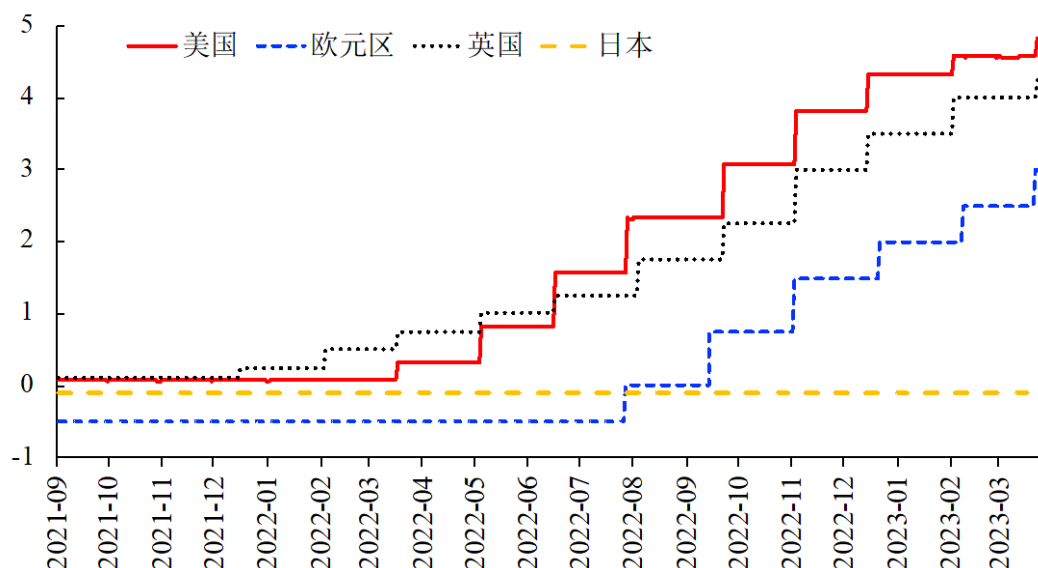


图 2 主要发达经济体政策利率 (%)

资料来源：美联储、欧洲央行、英国央行和日本央行。

### （三）美欧银行业危机引发金融动荡，或冲击已承压的商业地产

2023 年 3 月 10 日美国硅谷银行宣布破产倒闭，3 月 12 日美国纽约金融服务部关闭签名银行，联邦存款保险公司（FDIC）被指定为破产银行的接管人。此后，美国第一共和银行、瑞士信贷等股价相继出现暴跌，遭遇挤兑危机，其后德意志银行股价盘中创出 3 年最大跌幅，美欧银行业在短短一个月时间内集中暴露风险（见图 3）。为应对银行业危机，美国财政部、美联储和 FDIC 共同创设了银行定期融资计划（BTFP），为破产银行的储户提供全额兑付；瑞士银行宣布收购瑞士信贷以避免瑞士信贷倒闭风险；欧洲央行行长拉加德表示欧元区银行业在强有力的监管机制下依然强劲，如有必要可随时注入流动性；美联储、瑞士国家银行、加拿大银行、英国央行、日本央行、欧洲央行于 3 月 19 日宣布采取协调行动，通过美元流动性互换协议增加流动性供应。尽管如此，恐慌情绪仍迅速蔓延美欧金融市场，投资者对美欧银行业的流动性和稳定性深感担忧，引发国际金融市场大幅震荡。与银行业密切相关的是房地产业，数据显示美国商业地产贷款大多来中小银行，如果美欧银行业危机持续恶化，或冲击已承压的商业地产。今年 3 月以来，黑石集团旗下价值 5.6 亿美元的商业地产抵押贷款支持债券（CMBS）发生违约，哥伦比亚不动产信托公司等多家商业地产基金集中出现违约。

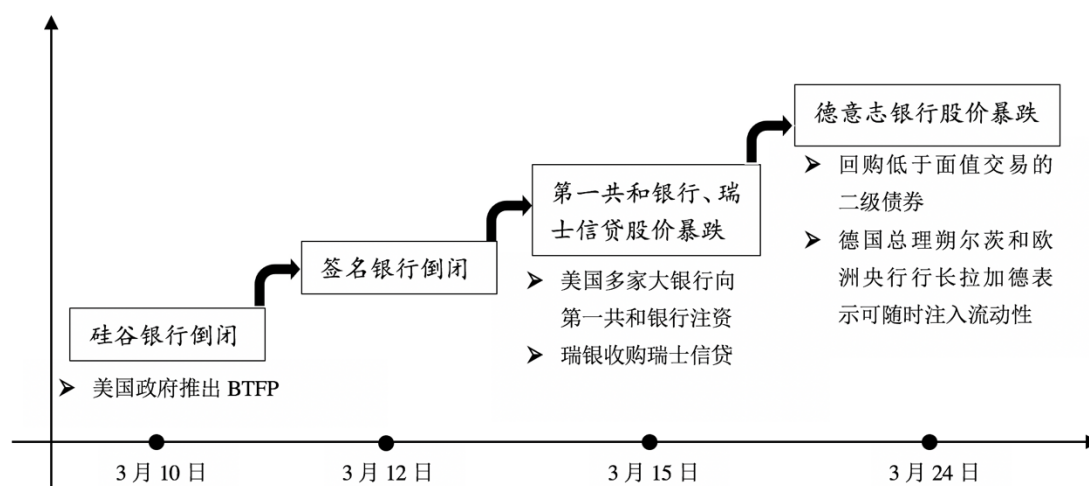


图 3 美欧银行业危机的演进过程

资料来源：根据公开资料整理得到。

## 二、背后的深层次原因

美国劳动力市场持续紧张拉动非农时薪快速上涨，除住房租金外核心服务成

为美国通胀最顽固的部分，美欧通胀面临显著的结构性难题。由于全球通胀成因较为复杂，美联储紧缩性货币政策效果或打折扣。在美欧货币政策快速调整的背景下，个别银行缺乏对利率短期大幅波动的前瞻性和敏感性，严重的期限错配引发个别银行挤兑危机。

**（一）劳动力市场持续紧张，核心服务价格成为美国通胀最顽固的部分**

衡量美国通胀有两个重要指标，分别为美国劳工统计局（BLS）发布的消费者价格指数（CPI）以及美国经济分析局（BEA）发布的个人消费支出价格指数（PCE）。由于 PCE 涵盖国民收入和生产账户（NIPA），同时使用时变权重进行计算，因此可以更广泛且准确地反映美国家庭实际消费状况，美联储在制定货币政策更加关注 PCE 通胀。图 4 表明，相较于核心 PCE 通胀，总体 PCE 通胀表现出更剧烈的波动且多数剧烈波动大多很短暂，这种波动特征使美联储很难从总体 PCE 通胀的暂时变动中识别出通胀的长期变化趋势。虽然食品和能源价格波动性较大，但在美国普通家庭预算中占较大比例，因此美联储盯住的通胀为总体 PCE 通胀。不过，通过追踪和监测核心 PCE 通胀可以使美联储对通胀长期走势有更好地判断。

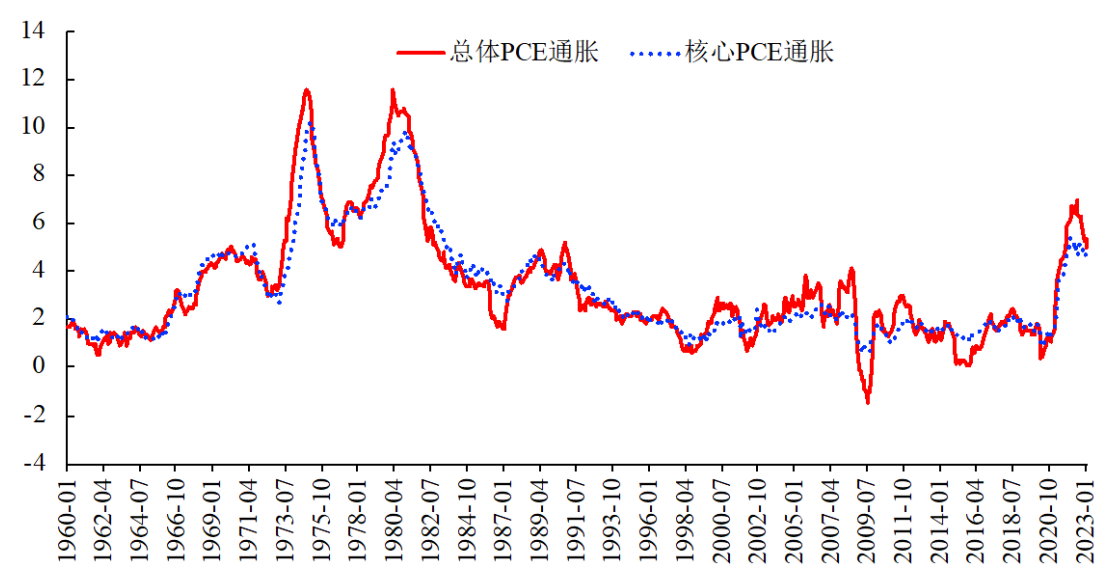


图 4 美国总体 PCE 通胀和核心 PCE 通胀（%）

资料来源：美国经济分析局（U.S. Bureau of Economic Analysis，BEA）。



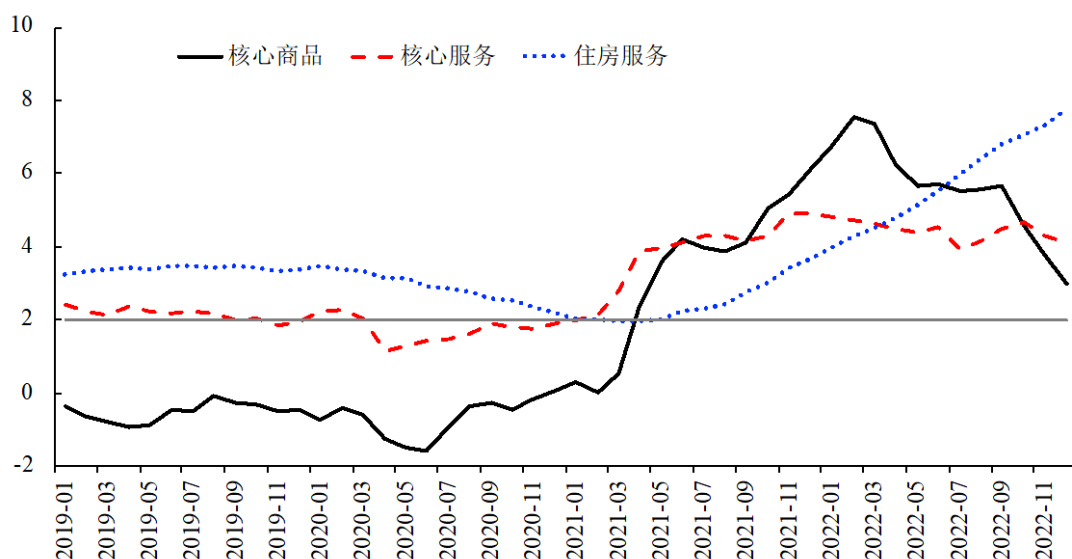


图5 美国核心 PCE 通胀分解 (%)

资料来源：BEA。

为分析美国通胀的变化趋势，进一步将核心 PCE 通胀细分为三大类：一是不包括食品和能源的核心商品价格，如汽车等耐用品消费价格；二是不包括住房的核心服务价格，如医疗服务、旅游服务和法律服务价格；三是住房服务价格，主要为租金。图 5 报告了美国核心 PCE 通胀分解。

先看核心商品价格变化趋势。2020 年下半年到 2021 年是美国疫情最为严重的时期，在此期间核心商品价格大幅上涨，主要原因是疫情期间居家办公使需求从服务转向商品，加上大流行导致全球供应链中断，商品供需失衡驱动商品价格大幅上涨。2022 年随着疫苗接种和全球供应链逐步修复，需求从商品重新转向服务，因此从 2022 年开始核心商品价格开始大幅下降。目前，核心商品价格约为 3%，很接近 2% 目标通胀值。

再看住房服务价格变化趋势。疫情期间，居家办公导致对小都市或远离市中心的房屋需求激增，住房需求变化比住房供给反应速度要快，因此房屋租金大幅上涨，目前住房服务价格还没有出现下降态势。由于美国住房租赁协议通常一年签约一次，因此 PCE 衡量的住房租金往往滞后于市场租金，而市场租金是未来 6 至 12 个月住房价格变化的领先指标。图 6 表明，目前美国住房市场租金增长比较缓慢。此外，数据显示美国住房空置率指数小幅上升，已回到疫情前的平均水平。随着在建公寓数量创下新高，美国出租房供应限制会得到有效缓解，因此住房服务价格最快在 2023 年下半年就可能下降。

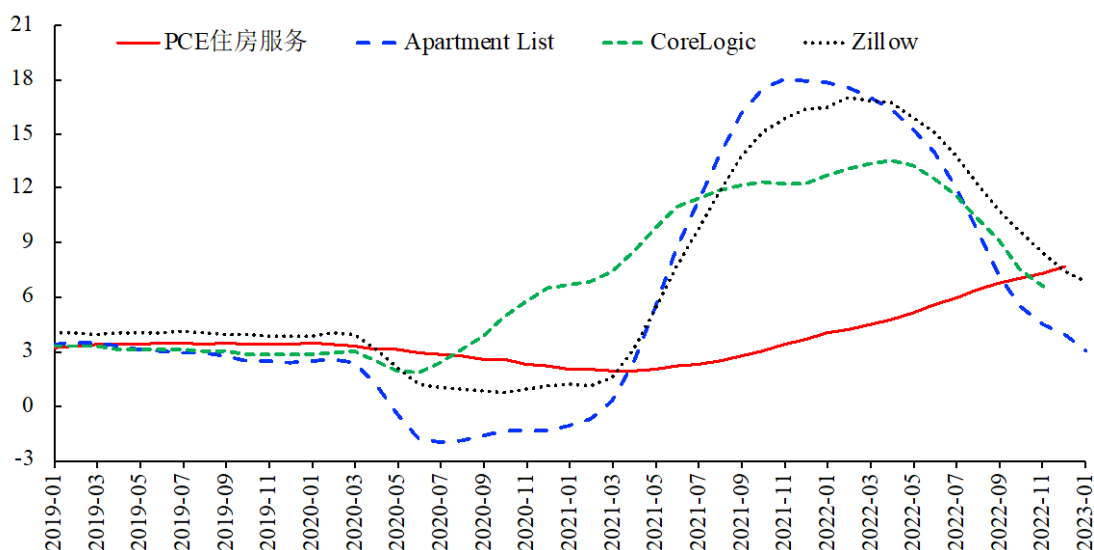


图6 美国PCE住房服务价格和市场租金价格的增速(%)

资料来源：BEA, Apartment List, CoreLogic, Zillow。

最后看核心服务价格变化趋势。疫情发生后到现在，核心服务价格居高不下，表现出很强的黏性，在4%上下波动且没有出现明显的降幅。其中，一个重要的原因是劳动力市场异常紧张，这类非住房服务类别的通胀前景主要取决于劳动力成本是否回落。图7表明，美国非农就业人数持续增加，平均时薪保持较快增长，2022年美国平均时薪同比增幅达到5.4%，远超2%目标通胀值匹配的工资薪酬水平。图8表明，美国失业率处在历史低位，尽管劳动参与率有所回升但低于疫情前水平。总的来看，核心服务价格在美联储加息之后还没有表现出任何疲软迹象，这将成为美国通胀最顽固的部分。

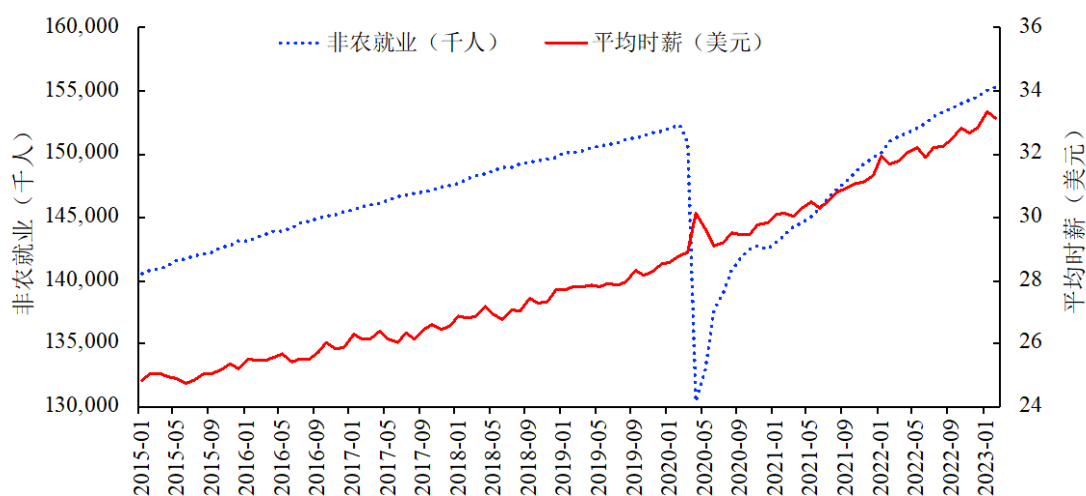


图7 美国非农就业和平均时薪

资料来源：CEIC。

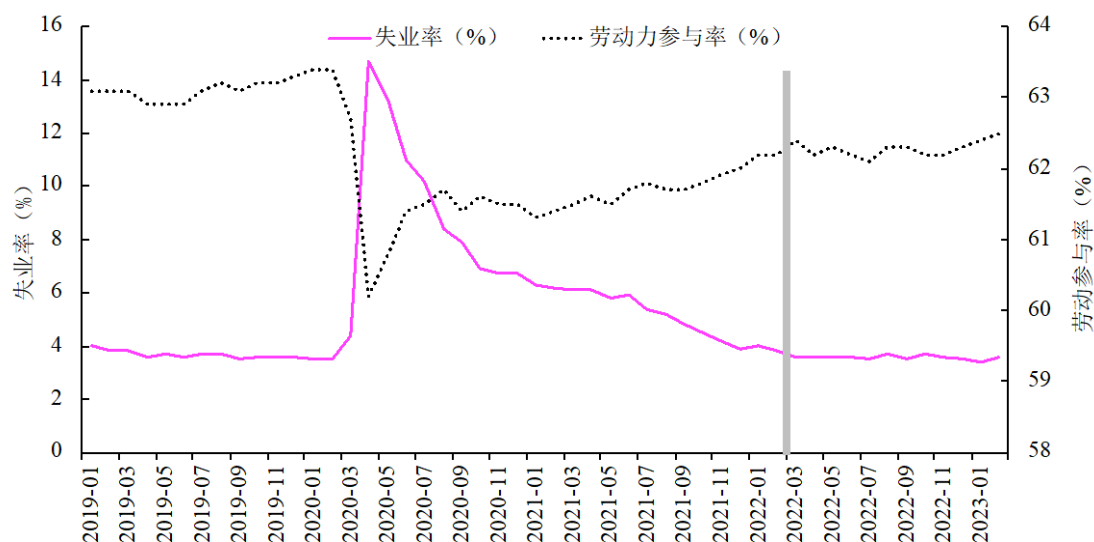


图 8 美国失业率和劳动参与率 (%)

资料来源：CEIC。

## （二）通胀成因复杂，美联储紧缩性货币政策效果或打折扣

为应对高通胀，美联储等主要发达经济体央行采取了激进加息政策，但从目前来看紧缩性货币政策效果并没有达到预期效果。主要原因在于，本轮通胀成因较为复杂：首先是需求冲击的影响。疫情期间的封锁政策使需求受到压制，疫情开放后发达经济体推出无上限量化宽松政策使需求短期内呈井喷式爆发。其次是供给冲击的影响。疫情造成全球供应链受阻，供需失衡为本轮高通胀埋下导火索。俄乌冲突爆发使粮食和能源等国际大宗商品价格暴涨，成为高通胀的结构性因素。最后是美国政府对初期通胀形势的误判。面对 2021 年美国通胀已经大幅上升的现实，美国财长耶伦和美联储主席鲍威尔均强调美国经济面临的主要风险不是通胀而是增长和就业，且随生产活动恢复通胀会迅速消退。拜登政府延续特朗普政府实施的经济刺激计划，在 2021 年 3 月签署 1.9 万亿美元的《美国救助计划法案》（The American Rescue Act），此后相继提出《美国就业计划》、《美国家庭计划》和《重建美好法》等刺激法案。现在来看，美国政府在疫情期间推出的极度扩张性刺激政策对全球高通胀负有不可推卸的责任。

理论和经验表明，货币政策对需求冲击导致的通胀具有很强的抑制作用，对供给冲击引发的通胀抑制效果不佳。与历史相比，当前驱动美国通胀的力量是暂时因素和持久因素的复杂混合体。受地缘政治冲突、逆全球化和人口老龄化等因素的影响，全球总供给已经从顺风时代变为逆风时代，仅依靠紧缩性货币政策降

低通胀的效果并不显著，但是美联储除了加息又别无他法。从图 9 可以看出，如果总供给曲线左移（例如从  $AS_0$  移动至  $AS_1$ ），在总需求不变的情景下均衡从  $E_0$  变为  $E$ ，即价格上升、产出下降。若美联储坚定维持 2% 的目标价格水平（即对应  $\pi_0$ ），那么货币政策必须要过度紧缩甚至“超调”（使总需求曲线从  $AD_0$  移动至  $AD_1$ ）才能实现美联储追求的 2% 目标通胀值。

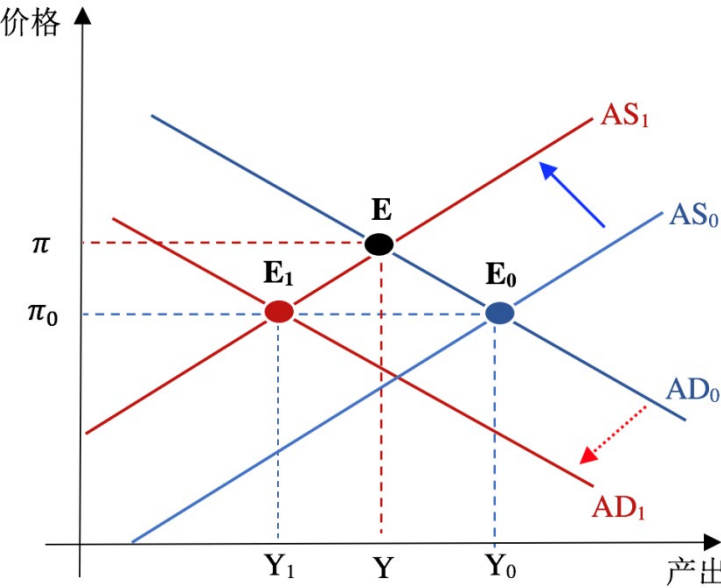


图 9 供给曲线左移和紧缩性货币政策抑制通胀的效果

资料来源：笔者绘制。

### （三）存款缩水与浮亏暴露导致硅谷银行破产倒闭

2021 年以前，美欧主要发达经济体长期保持“低利率、宽货币”环境，使一些金融机构习惯于在利率低波动性环境下摆布资产负债，主要业务模式为以低成本吸收存款然后把资金投资期限较长的固定收益产品，从而造成“短期负债+长期资产”的期限错配。虽然期限错配（或借短投长）是银行的核心职能，但在美欧陡峭加息背景下，企业尤其是科创企业对利率变化非常敏感，大幅撤回资金。这使硅谷银行的存款账户快速缩水，同时硅谷银行持有的美国国债等长期债券因价格下跌面临估值下挫和账面浮亏。在无法满足储户取款需求时，硅谷银行被迫抛售长期资产使账面浮亏变成现实损失，而银行抛售资产的消息引发恐慌情绪在市场迅速蔓延，最终演化为教科书式的银行挤兑危机。

### 三、全球宏观金融形势展望

2023 年一季度美国通胀有所回落，但仍远超 2% 目标值，未来美联储可能继续加息 1~2 次，每次加息 25 个基点。美欧银行业危机尚未结束，但演化为系统性金融风险或爆发全球金融危机概率较低。疫情和地缘政治冲突的持续性影响，以及紧缩性货币政策叠加金融动荡将进一步收紧信贷条件，使全球经济复苏动能减弱，美国经济软着陆面临较大压力，全球宏观金融形势迅速演变对中国经济发展带来较大挑战。

#### （一）通胀居高不下，美联储可能继续加息 1~2 次，每次 25 个基点

美欧银行业危机爆发以来，市场上就出现了美联储将停止加息并出现降息的强烈预期。尽管面临 2008 年金融危机以来最大的银行倒闭事件，但 3 月 22 日的加息决定得到了包括美联储主席杰鲍威尔和副主席威廉姆斯等联邦公开市场委员会（FOMC）所有票委的一致通过，表明美联储在多重压力下仍向市场传达坚定维护降低通胀的信心。实际上，美联储的做法并无不妥，因为历史经验表明，在完成反通胀之前放松货币政策代价是高昂的。从国会赋予美联储的双重法定使命——实现物价稳定和最大就业来看，美联储在“物价稳定”、“金融稳定”和“经济增长”三个目标或已作出选择。一方面，美联储在每次议息会议纪要都强调，通过紧缩性货币政策降低通胀就不可避免地会导致一段低于趋势的经济增长以及疲软的劳动力市场，但价格稳定才是美国经济的基石；另一方面，“物价稳定”和“金融稳定”可以由两种不同的政策工具分别实现，通过紧缩性货币政策抑制通胀，通过宏观审慎工具提供流动性解决银行挤兑危机。

目前，美联储仍具有加息的经济条件。首先，疫情后美国劳动力市场持续紧张，除住房租金外，与工资增速相关的通胀十分顽固，衡量工资的非农时薪增速远高于疫情平均水平，这将支撑美国通胀在高位盘整。其次，美国劳动力市场职位空缺率很高，失业率处于历史低位，旺盛的劳动力市场需求是支撑美国经济增长的重要动能，也是美联储敢于持续加息的重要砝码。最后，美国经济具有很强的韧性（见图 10），特别是在通胀居高不下的环境中消费表现地异常强劲，美国居民既有消费欲望也有消费能力，前者体现为美国消费者信心指数从 2022 年 11 月已经连续 4 个月上升，后者体现为美国居民扣除转移支付的实际收入从 2022

年 6 月以来一直在增加（见图 11）。

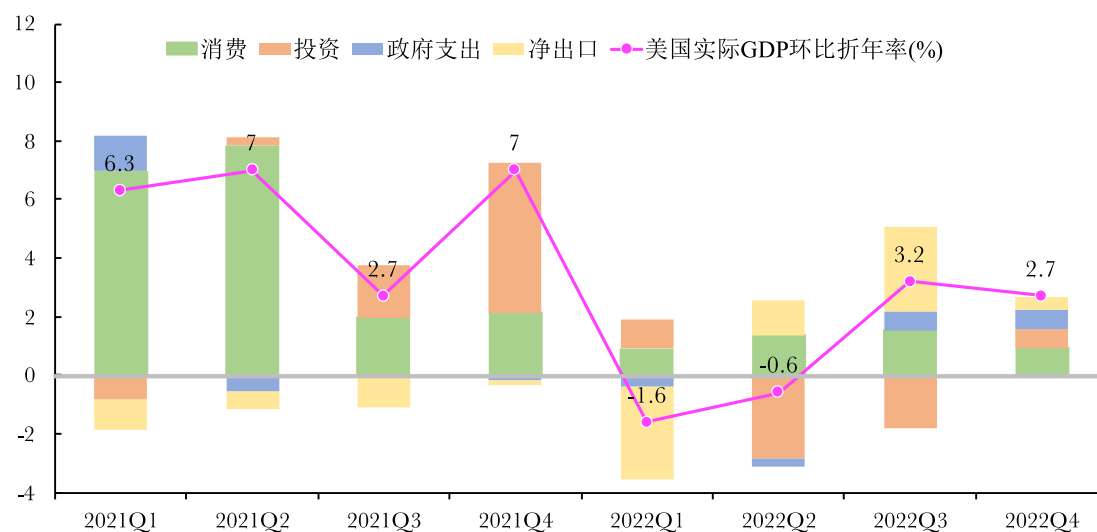


图 10 美国实际 GDP 环比折年率及其分项贡献

资料来源：BEA。

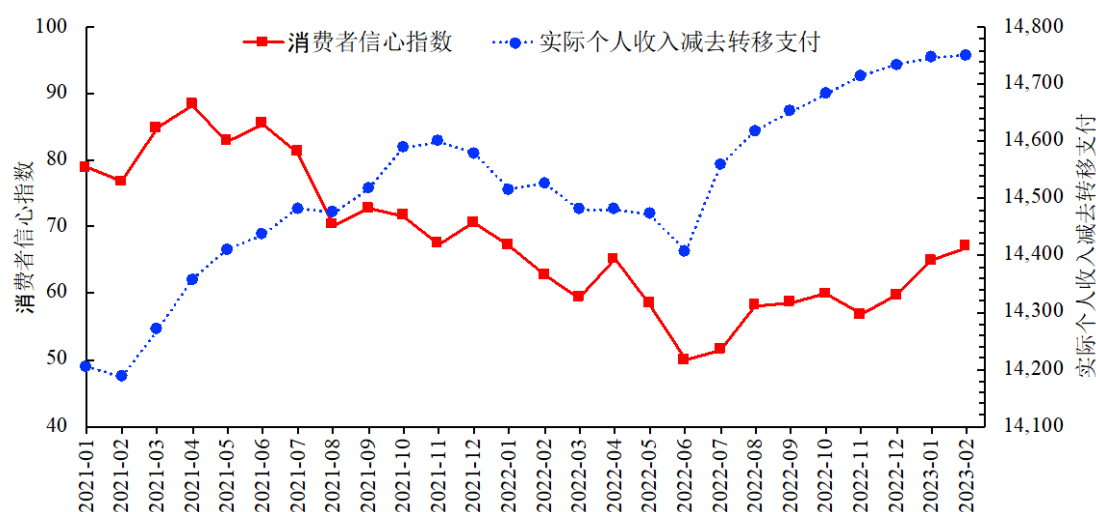


图 11 美国消费者信心指数和实际个人收入减去转移支付

资料来源：圣路易斯联储。

综上，美国实际通胀与 2% 目标值仍有较大距离，且劳动力市场出现严重的供需失衡，通过加息可以缓和需求从而放松劳动力市场偏紧状况，进而抑制最顽固的核心服务通胀。因此，预计美联储加息路径不会受到当前金融动荡的干扰，美联储在 5 月很有可能继续加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间提升至 5%~5.25%，这与去年 12 月和今年 3 月美联储公布的利率点阵图一致。

## **（二）美欧银行业动荡尚未结束，但演化成系统性金融危机概率较低**

目前，美欧银行业动荡还在不断发酵和演进。硅谷银行和签名银行相继倒闭引发储户对美国中小银行稳定性的担忧，恐慌情绪使储户将中小银行存款转移至大型银行。好在美国政府采取了及时果断的行动来保护存款安全，并且美联储和欧洲央行表示将继续密切监视银行系统的状况，并根据需要会使用一切能使用的政策工具，以确保银行业系统安全可靠，政府的救助和承诺大大增强了公众对银行业的信心。然而，持续的紧缩性货币政策有可能导致更多的美国中小银行出现账面亏损，一旦亏损变现，一些中小银行将面临资本金大幅缩水甚至归零的窘境，因此美欧银行业危机还没有完全结束。不过，美国大型银行资产负债表较为健康、资本金充足，整个银行体系仍富有弹性，眼下还没有显著迹象表明美国银行业动荡会迅速演化为系统性金融危机，但不排除金融动荡与经济衰退、地缘政治冲突相互交织、相互强化的可能性，因此局部的金融风险或危机有可能显现。

## **（三）全球经济增速放缓，美国经济软着陆面临较大压力**

疫情和地缘政治冲突的持续性影响，给全球投资和贸易带来巨大的不确定性。美欧快速调整货币政策使国际金融环境收紧和借款成本上升，加剧了新兴经济体和发展中国家的债务危机，许多新兴经济体和发展中国家的经济复苏步伐已中止。世界银行在《下行的长期增长前景：趋势、期望和政策》报告指出，全球潜在经济增长率将降至 2000 年以来的最低水平，2023 年至 2030 年间平均年度增长率预计为 2.2%。国际货币基金组织（IMF）预测 2023 年全球经济增速为 2.9%，其中发达国家经济增速为 1.2%，新兴市场和发展中国家经济增速为 4%。世界银行预测 2023 年全球经济增速为 1.7%，仅次于 2008 年国际金融危机和 2020 年疫情爆发造成的全球经济衰退。

偏紧的劳动力市场和强劲的消费支撑美国经济增长，但美国经济软着陆面临以下几点挑战：一是美国采购经理人指数（PMI）已经连续 4 个月位于荣枯线以下，暗示美国投资乏力，市场处于收缩状态（见图 12）。二是不同期限美债利差倒挂预示美国经济可能会陷入衰退，因为历史经验表明美国经济在 1968-2008 年期间，每次出现衰退前 3 个月和 10 年期美债收益率曲线会发生倒挂。1990 年以来，2 年期和 10 年期美债收益率曲线倒挂 28 次，有 22 次精准预示了美国经济



衰退。三是美欧银行业危机造成的金融动荡可能会产生新的威胁，如美国中小银行质量恶化和商业地产违约风险有可能会形成共振，相互强化，从而加剧美国经济下行。根据美联储3月公布的《经济预测摘要》，今明两年美国经济分别增长0.4%和1.2%，比去年12月份预测值分别下调了0.1和0.4个百分点。

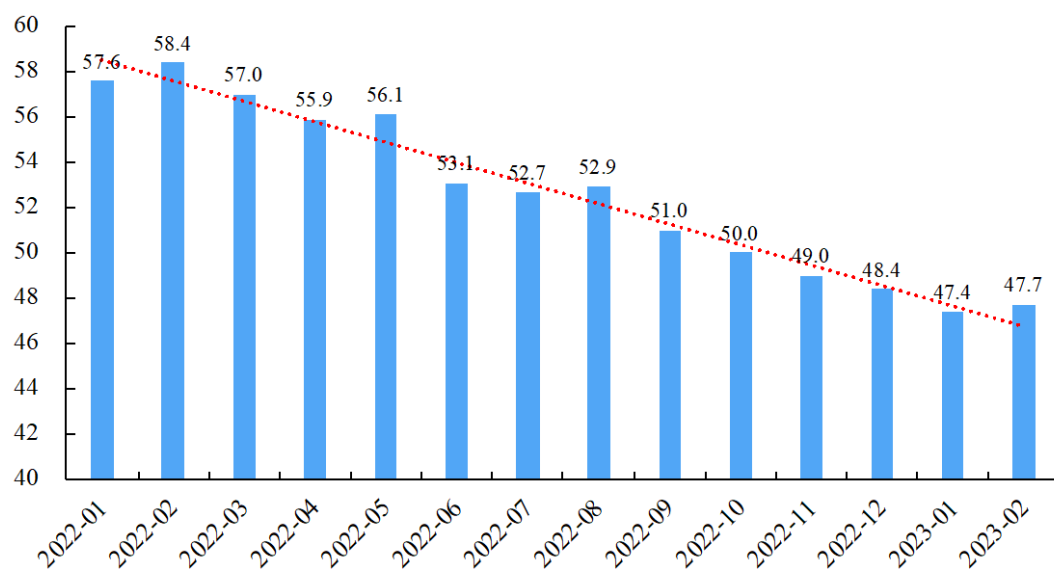


图 12 美国采购经理指数 (PMI)

资料来源：CEIC。



图 13 不同期限的美债利差 (%)

资料来源：Wind。



## 四、对中国的影响及政策建议

全球宏观金融形势从“三低一高”（低通胀、低利率、低增长和高债务）迅速演变成“三高一低”（高通胀、高利率、高债务和低增长），对我国经济发展带来以下四方面挑战：

一是全球总需求不足，对我国出口及经济增长带来负面冲击。

二是中美货币政策持续分化或造成人民币在短期面临一定贬值压力，可能使得人民币汇率波动加剧，也给出口商风险管理带来压力。

三是美欧持续加息，将使得风险资产面临下跌风险，我国资本市场或房地产市场将遭遇估值体系的重估风险。

四是我国在海外的金融资产将可能进一步缩水，国际投资资产端和负债端的匹配与管理更加困难。

目前，中国无通胀压力，且宏观政策工具多、空间广，经济韧性足。但面临日益显著的外部不确定性，中国经济发展也面临诸多挑战，为此提出以下四点政策建议：

第一，时刻警惕外部政策变化，用好用足宏观政策工具，加强宏观审慎管理，着力提振市场预期，缓释外部政策冲击。

第二，密切关注美欧银行业风险演进情况，汲取教训，维持政策稳定性，强化监管有效性，着重金融风险应对和问题机构处置，重点加强证券市场、房地产市场、地方隐性债务和海外资产等领域的风险应对。

第三，加强需求管理，财政政策要加力提效，货币政策要精准有力，注重警惕通缩风险，加快恢复和提振消费，着力扩大有效投资。

第四，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，优化短期资本流动管理，积极推动我国外贸转型升级和人民币国际化进程，以高水平对外开放推动经济高质量发展。

# 中国宏观金融报告

2023 年第一季度

## 经济数据回暖 通缩压力隐现

### 内容摘要

随着疫情对经济扰动减弱，以及稳增长政策落地显效，2023 年中国经济开局总体向好。从增长动能看，服务业消费改善明显，基建和制造业投资持续发力，房地产市场边际回暖，出口增速触底回升。从金融条件看，社融总量和结构双双改善，新增信贷和政府债券对社融形成有力支撑。

在经济恢复发展过程中，需求不足和预期不稳仍是主要矛盾，通缩风险隐现，主要表现为 CPI 和 PPI 双降，以及 M2 与 M1、社融剪刀差扩大。当前通缩压力主要来自内需不足和外需回落造成的负向产出缺口，以及收入预期不稳、风险偏好下降和资产缩水引发的居民资产负债表收缩，输入性通胀风险总体可控。

鉴于制造业投资承压增长、房地产市场深度调整和出口趋势性回落，消费反弹和基建投资将成为后续经济复苏的两大支撑。若不考虑去年二季度的低基数效应，预计 2023 年我国经济走势前低后高，全年 GDP 增速有望达到 5.3%，并保持 2.0% 左右相对温和的通胀水平。宏观政策有必要延续扩张基调并做好有效衔接，着力于改善预期和扩大内需，以提振消费为抓手疏通宽货币向宽信用的传导链条。避免预期转弱长期化，提高中低收入居民消费能力，夯实房地产市场复苏基础，防止经济陷入通缩风险。

# 一、国内宏观金融形势回顾

2023 年开年，国内经济运行整体企稳回升，供需端迎来结构性复苏。疫后经济修复的主要阻力来自需求不足和预期走弱，通缩风险渐行渐近。

## （一）多重积极因素助力经济开局向好

从增长动能来看，疫后经济复苏模式由外需拉动向内需驱动转换。其一，随着疫情防控政策优化调整，居民消费需求稳步释放，餐饮等接触型服务业消费大幅反弹，带动服务业生产明显改善，服务业 PMI 回升至近 10 年高位。

其二，在稳增长政策支持下，固定资产投资同比增速小幅回升，基建和制造业投资部分对冲了房地产投资下行压力。得益于财政、货币政策靠前发力，2023 年 1-2 月，基建投资延续 12.2% 的高增长，制造业投资同比增长 8.1%，体现出一定韧性。房地产市场出现一些积极变化：一是房地产开发投资和新开工面积降幅收窄，竣工面积同比增速由负转正，“保交楼”政策初现成效。二是房地产销售增速接近转正，受多地试点现房销售影响，现房销售额同比增速由负转正。房价出现回暖信号，2023 年 2 月，全国 70 个城市新房和二手房价格指数环比增速由负转正。三是“三箭齐发”助力房企融资环境改善，国内贷款、定金及预收款降幅明显收窄。

其三，出口实现结构性改善。一是稳外贸政策成效初显，2023 年 2 月，出口增速触底回升，降幅收窄至 -1.3%，远超彭博预期的 -9.0%。二是亚洲经济体扮演了转口贸易角色，2023 年 2 月，中国对东盟、韩国和日本的出口增速分别升至 33.69%、26.44% 和 17.11%，部分弥补了美欧出口需求回落。三是高新技术产品出口增速显著改善，以 HS 分类法下科技含量较高的车辆、航空器、船舶及运输设备行业和光学、医疗、钟表及乐器行业为例，2023 年 2 月其出口增速分别高达 18.21% 和 11.54%。

从金融条件来看，在货币政策精准有力的基调下，社融总量和结构同步改善。其一，企业中长期贷款持续回暖，反映实体经济融资需求逐步改善。居民中长期贷款边际修复，结束了连续 14 个月的同比少增，这一数据在“提前还贷潮”冲击下来之不易。其二，政府债券发行放量，对社融的拉动较为显著。2022 年 11 月，财政部提前下达 2023 年新增一般债额度 0.43 万亿元和专项债额度 2.19 万亿

元，同比分别增长 32%和 50%，已达全国人大授权上限。2023 年一季度，新增一般债发行规模为 0.28 万亿元，新增专项债发行规模为 1.22 万亿元，为社融提供有力支撑。其三，随着理财赎回潮逐渐平息，企业债融资回归常态，对社融的拖累明显缓解。

## （二）通缩压力恐成经济运行主要风险

当前国内经济供给约束有所缓和，但需求不足和预期不稳压力延续，呈现轻微通缩迹象。一是 CPI 和 PPI 形成“弱通缩”格局（见图 1）。2023 年 3 月，CPI 同比增速跌至 0.7%，创近一年新低，核心 CPI 也处于 0.7%的低位。PPI 同比降幅扩大至-2.5%，主要受生产资料价格下降拖累。若剔除 2022 年俄乌冲突带来的高基数效应，2023 年 2-3 月，CPI 环比连续下降，PPI 环比持平。二是 M2 与 M1、社融剪刀差呈现“双扩大”趋势（见图 2）。2022 年 3 月以来，M2 增速在 9%-13%区间震荡上行，与 M1、社融形成的剪刀差持续扩大，表明货币资金尚未有效流入实体经济，宽货币向宽信用传导不畅。

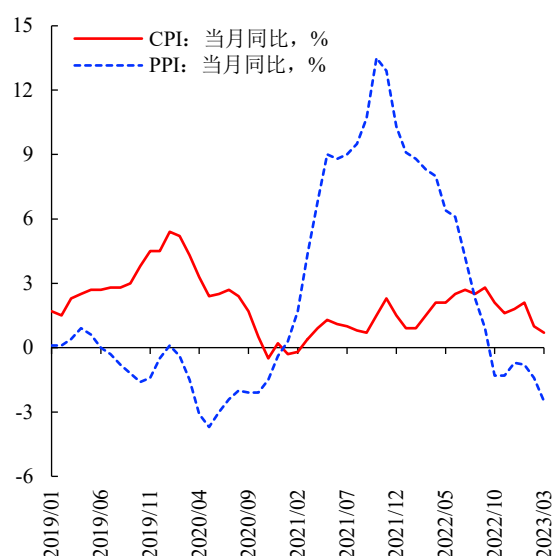


图 1 CPI 和 PPI 同比增速

资料来源：Wind。

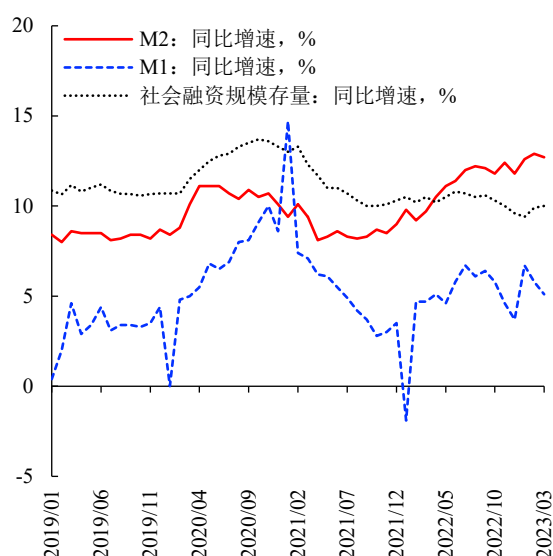


图 2 M1、M2 和社融同比增速

资料来源：Wind。

通缩压力将成为我国推进稳增长和防风险的主要掣肘。一方面，通缩导致实际利率高于名义利率，企业实际融资成本上升阻碍其投资意愿和能力，需求收缩对价格继续构成下行压力，由此形成通缩—经济衰退的恶性循环。另一方面，通缩压力上升意味着名义 GDP 增速回落，被动拉高宏观杠杆率，加剧宏观金融脆

弱性。

## 二、通缩压力成因分析

当前通缩压力主要来自需求不足造成的负向产出缺口，以及预期不稳引发的居民资产负债表收缩，输入性通胀风险总体可控。

### （一）内需恢复动力不足

从内需来看，考虑到疫情对居民收入预期和消费信心造成的“疤痕效应”，一季度消费和房地产投资复苏难言强势，工业企业利润下降拖累制造业投资。

首先，由于居民预期转弱和需求侧政策效力不足，疫后报复性消费并未出现。其一，收入和就业预期低迷对消费形成抑制。收入是消费增长的决定性因素，疫情对居民（尤其是消费倾向较高的中低收入家庭）收入预期和财富积累造成较大冲击，加上就业形势依然不容乐观，削弱居民消费意愿和能力。其二，与其他国家相比，我国提振消费的宏观政策有待从需求侧加力提效。疫情期间，超半数 OECD 国家通过现金补助、失业救济、消费补贴等方式刺激消费，美英两国财政刺激政策力度占经济总量比重超 20%。根据中国社会科学院蔡昉研究员的研究，我国已进入人口负增长时代，中低收入家庭面临的负面冲击将更为明显。由于我国宏观政策着力点集中于从供给侧保市场主体，加上以新能源汽车为代表的财政补贴陆续退坡，居民耐用品消费复苏乏力。

其次，房地产投资回暖主要由补缴的土地购置费拉动，对经济反弹的贡献不宜高估。2023 年 1-2 月，房地产投资降幅较 2022 年收窄 4.3 个百分点，其中土地购置费大幅增长 16.4%，拉动房地产投资增长 3.9 个百分点（见图 3）。但土地高频交易数据显示（见图 4），全国百城土地成交规模仍处于较低水平，房企购地积极性尚未提振。土地购置费高增与土地成交低迷形成背离的原因在于房企补缴前期购地款，土地购置费既包括当期购地的分期付款，也包括前期购地的未付款项，由此产生房企购地意愿增强的错觉。鉴于土地购置费不计入 GDP，评估房地产投资对经济增长的贡献时应剔除土地购置费高增因素，重点关注建筑工程、安装工程和设备工器具采购投资（以下简称“建安设备投资”）。2023 年 1-2 月，房地产建安设备投资同比下降 12.7%，拖累房地产投资降低 9.1 个百分点，房地产投资对经济复苏的真实贡献难言乐观。

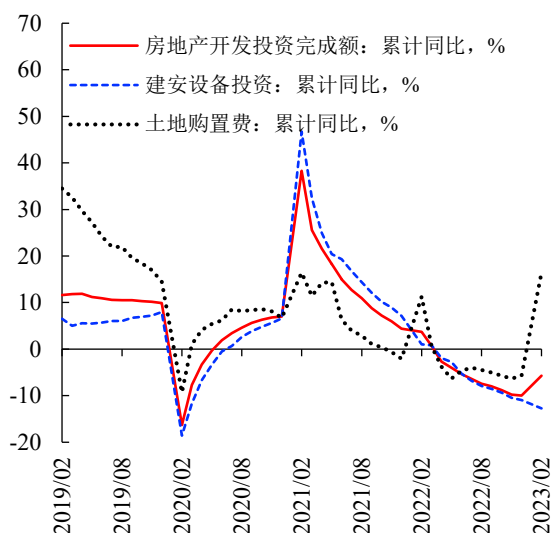


图3 房地产开发投资结构变化

资料来源：Wind。

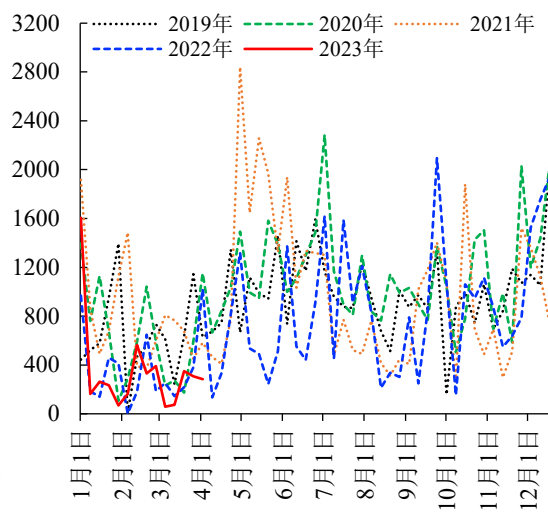


图4 100大中城市成交土地总价（亿元）

资料来源：Wind。

最后，工业企业利润连续负增长，削弱制造业投资积极性。2022年7月以来，工业企业利润增速转负且持续走低。2023年1-2月，工业企业利润同比下降22.9%，降幅较去年扩大18.9个百分点，主因是需求不足引发价格下行。将工业企业利润拆分为营业收入和营收利润率来看，一方面，PPI进入通缩区间拖累营业收入同比下降1.3%，为2020年11月以来首次负增长；另一方面，部分原材料价格上涨和减税降费有序退出导致营收利润率走低，同比下降1.37个百分点。工业企业盈利不佳冲击企业生产预期和投资信心，制造业投资承压增长。

## （二）出口阶段性承压

从外需来看，受长期趋势性因素、短期波动因素以及美国“去中国化”等政治因素的共同作用，出口增速继续承压。

一是长期来看，受全球失衡改善影响，中国出口存在下降趋势。2008年金融危机爆发后，美国吸取教训，国民总储蓄率提升，对外需求下降。受此影响，2008年金融危机至2020年新冠疫情暴发期间，全球失衡情况显著改善，作为美国最大的进口来源国，中国经常账户余额占GDP比重显著下降（见图5）。

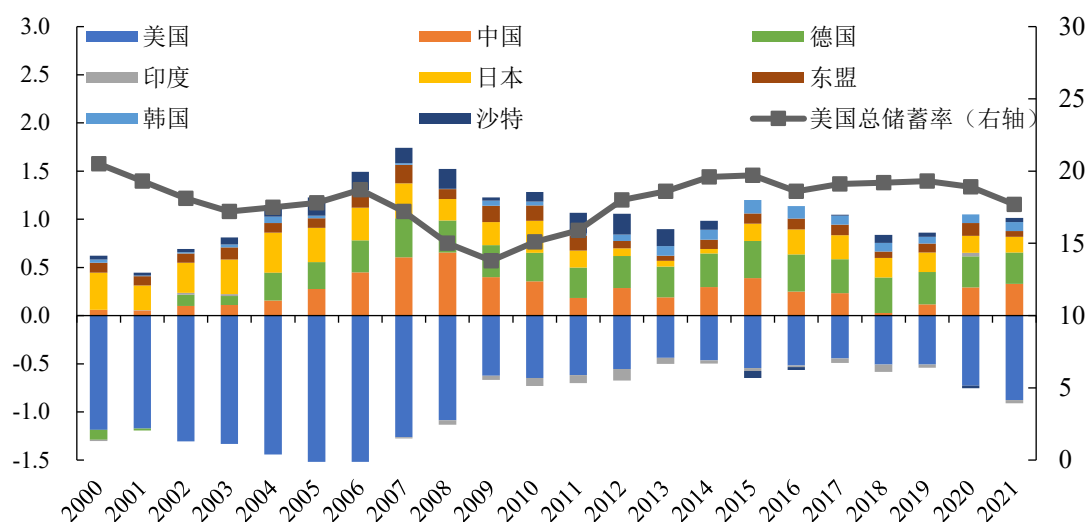


图5 美国国民总储蓄与全球主要经济体经常账户失衡变化

资料来源：国家统计局、美国经济分析局、世界银行。

二是短期来看，疫情冲击消退叠加短期全球经济周期下行，中国外部需求面临收缩压力。一方面，随着疫情影响减弱，疫情错位带来的出口红利消除。2000-2015年，中国加入WTO后出口占全球比重直线上升；受中美贸易摩擦等因素影响，2016-2019年该比例维持在10.53%左右水平上；新冠疫情暴发后，由于国内外疫情错位和中国疫情防控的良好成效，中国出口在短期内大幅增加，出口占全球比重在两年间大幅提升至12.75%（见图6）。自2022年下半年起，随着疫情对全球产业链的冲击不断消退，各国对中国的依赖也逐步回归常态，中国出口增速下降。

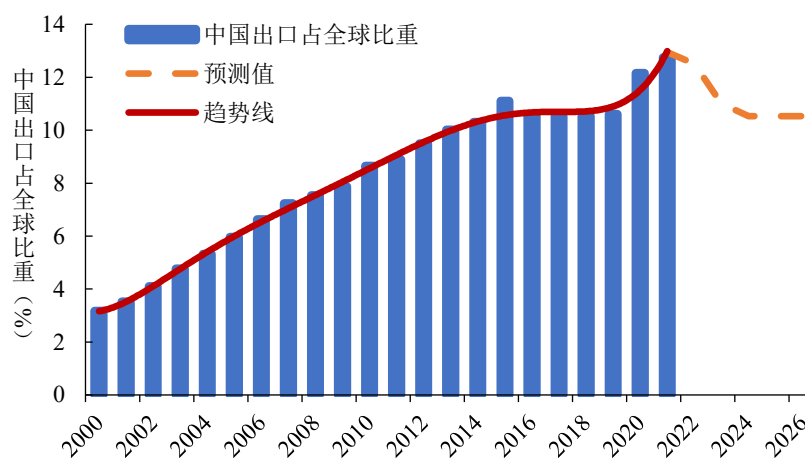


图6 中国出口占全球比重

资料来源：世界银行。

另一方面，全球经济周期下行引发外部需求收缩，致全球贸易增速回落。2022年以来，发达经济体通胀居高不下，陡峭加息引发全球经济周期下行。作为中国重要的贸易伙伴，美欧激进加息冲击其实体经济，降低了其对中国的进口需求。2023年2月，中国对美欧出口同比增速分别下降31.75%和16.13%。

三是美国推行“近岸外包”和“友岸外包”计划，加速与中国脱钩。自特朗普政府上台以来，中美贸易摩擦不断，美国除了对中国进行贸易制裁、吸引制造业回流外，还推行“近岸外包”和“友岸外包”计划，将对中国的贸易依赖转移至邻国和盟国。美国商务部数据显示，自特朗普政府上台以来，美国从中国货物进口额占比由2016年10月的22.81%大幅下降至2023年1月的15.04%，而对加拿大、墨西哥、欧盟和东盟的进口比例大幅提升。

### **（三）居民资产负债表“躺平”**

2023年一季度，受收入预期转弱、风险偏好下降和资产缩水影响，居民资产负债表延续收缩特征。从资产端来看，收入预期转弱叠加烂尾楼断供、理财赎回潮等风险事件，使得居民资产配置风险偏好明显下行，住房和高风险金融资产占居民总资产比重呈下降趋势，预防性储蓄被动增长。一个重要表现是居民存款高增且趋于定期化，1月居民存款增加6.2万亿元，创单月历史新高，其中近八成为定期存款。考虑到房地产占到居民财富的六到七成，房价回落也致居民资产缩水。

从负债端来看，居民信贷受中长期贷款拖累增长乏力，自2021年11月起连续同比少增，呈现去杠杆态势（见图7）。2023年3月，居民信贷重回扩张区间，其中，居民短期、中长期贷款分别增加6094和6348亿元，创单月历史最高水平，但对居民融资需求改善不宜过早乐观。一是居民短期贷款异常高增或与低利率环境下以消费贷、经营贷置换房贷有关，并非居民主动加杠杆行为。二是提前还房贷部分抵消了居民中长期贷款回升幅度，2023年一季度，居民中长期贷款同比少增1258亿元，一个佐证是房地产开发资金来源中的个人按揭贷款仍明显处于负增长状态。

尽管居民部门主动去杠杆迹象明显，但经济减速快于债务收缩导致宏观杠杆率被动上升，债务脆弱性增加和通胀走低可能触发债务—通缩风险，造成通缩预期的自我强化。



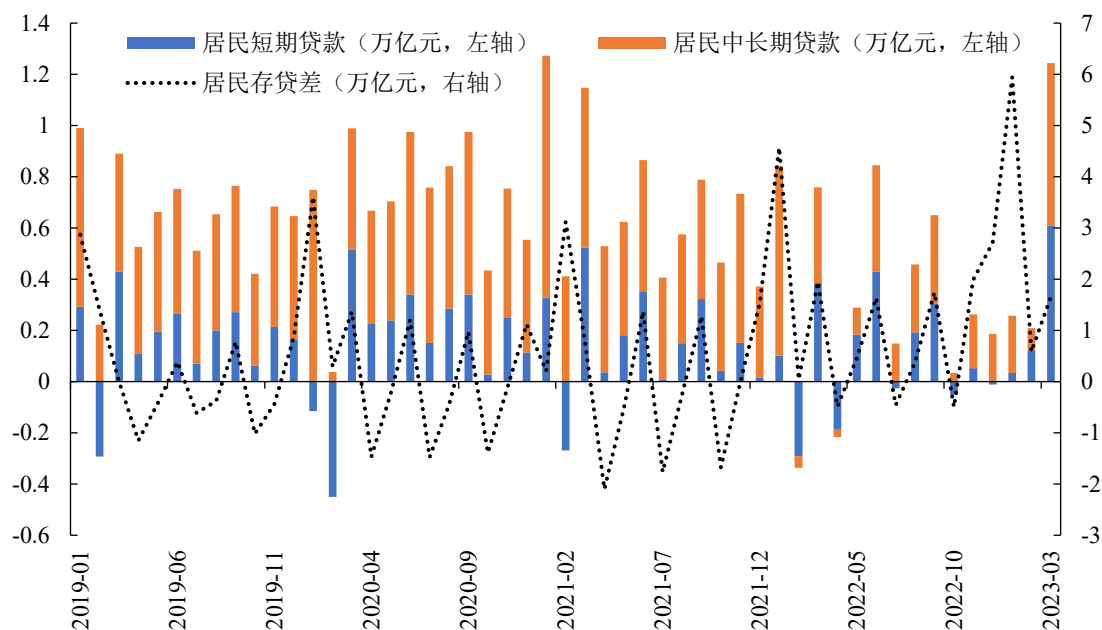


图7 居民部门存贷款

资料来源：Wind。

#### （四）输入性通胀压力已明显缓解

种种迹象表明输入性通胀压力已明显减弱，未来引发国内通胀的可能性不大。随着疫情冲击消退和美元指数回升，以美元计价的国际大宗商品价格冲高回落，中国进口价格指数由升转降（见图8）。受新冠疫情冲击和俄乌冲突影响，国际大宗商品价格大幅波动。2021年4月以来，原油期货、工业原料现货等国际大宗商品价格大幅提升，CRB现货指数、布伦特原油期货价格均涨至金融危机以来最大值，中国进口价格指数亦随之达到金融危机以来高位。2022年8月以来，疫情冲击减弱带动国际产业链逐渐恢复，加之美联储加息导致美元升值，国际大宗商品价格高位回落。

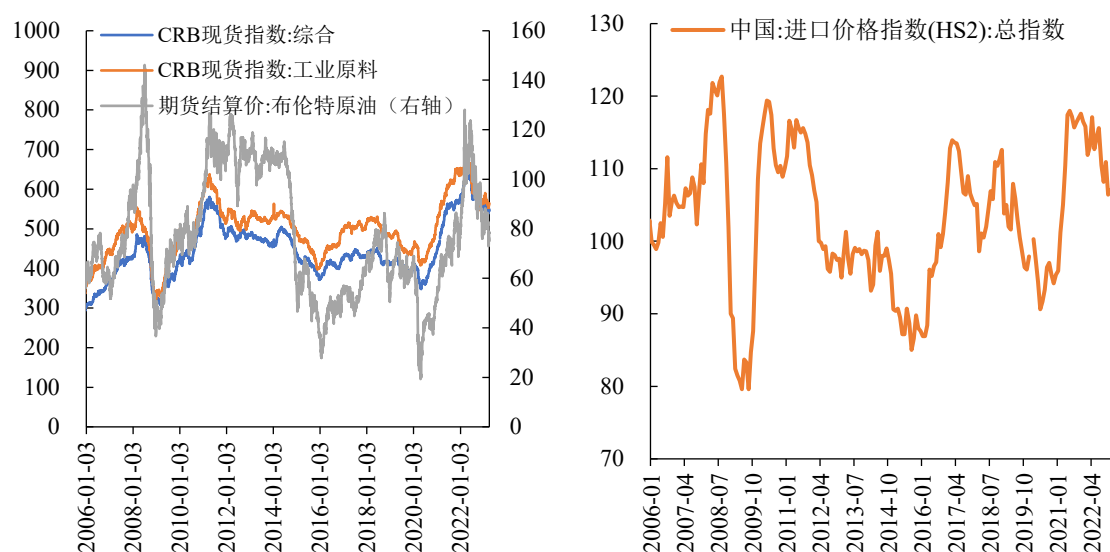


图 8 国际大宗商品价格和中国进口价格指数

资料来源：海关总署、Wind。

### 三、宏观经济展望和政策建议

鉴于制造业投资承压增长、房地产市场深度调整和出口趋势性回落，消费反弹和基建投资将成为后续经济复苏的两大支撑。若不考虑去年二季度的低基数效应，预计 2023 年我国经济走势前低后高，全年 GDP 增速有望达到 5.3%，并保持 2.0% 左右相对温和的通胀水平。宏观政策有必要延续扩张基调并做好有效衔接，着力于改善预期和扩大内需，以提振消费为抓手疏通宽货币向宽信用的传导链条，增强经济发展内生动力，防范资产负债表衰退和通缩风险。

第一，多措并举改善市场预期、提振发展信心。信心比黄金更重要，预期转弱是经济复苏和信用扩张内生动能不足的重要原因，为避免预期转弱长期化：一是强化存量政策和增量政策有效衔接、叠加发力，避免政策大起大落扰乱预期。二是统筹推进稳增长和防风险，既要打好稳增长政策组合拳，通过财政、货币、就业、产业、贸易等政策协调配合来积极引导预期；又要稳妥处置化解房地产、金融、地方政府隐性债务等领域风险，防止风险事件推升经济衰退预期。

第二，加快恢复和提振消费。其一，提高就业质量和居民收入，增强消费信心和能力。一是持续实施就业优先战略，促进民营经济、数字经济和中小微企业高质量发展，扩大就业吸纳能力。二是提高居民收入在国民收入分配中的比重，加大税收、社会保障、转移支付等调节力度，多渠道增加中低收入家庭收入。其

二，降低消费综合成本，释放消费潜力。一是借助财政奖补机制引导地方政府发放汽车、家电消费券，发挥乘数效应。二是鼓励金融机构创新消费信贷产品和服务，合理降低消费信贷利率。

第三，巩固基建和制造业投资。一是适当扩大专项债资金投向领域和用作项目资本金范围，加快新老基建融合发展，推进制造业补链强链。二是适时追加政策性开发性金融工具额度支持重大项目建设，加大对专项债未覆盖领域及项目的支持。

第四，构建金融与房地产正常循环的新发展模式。短期内，应通过稳预期、促融资、化风险等多种方式，夯实房地产市场企稳回升基础。稳预期必须给予房地产以合理定位，防止房地产被污名化，坚决打好“保交楼”攻坚战。促融资的当务之急是满足民营房企合理融资需求，保持房企信贷、债券、股权等融资渠道稳定。化风险强调以“慢撒气”方式稳妥有序出清风险，引导优质房企资产负债表回归安全区间。长期来看，要加快构建房地产调控长效机制，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。供给端重在完善多主体供给、多渠道保障，租购并举的住房供给新模式，围绕城市群、都市圈做好住房供应，解决“新市民”住房问题，满足高品质改善性住房需求。需求端重在构建以房地产金融逆周期宏观审慎管理为核心的调控机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持居民合理拥有住房资产，在分享中国经济增长红利中积累财富。

# 专题：硅谷银行破产事件

## 内容摘要

美国硅谷银行破产过程之快与政府应对之快凸显此次事件严重性。硅谷银行破产是宏观、微观以及制度多层次因素共同作用的结果。此次事件导致美欧银行业动荡加剧,金融机构脆弱性增强;美欧金融市场风险交织,全球不确定性上升;实体产业特别是科创产业也面临一定冲击。从历史经验和现实进展来看,以硅谷银行为起点的一系列金融风险暴露仍未结束,未来全球金融动荡有可能持续蔓延,但是演化为系统性金融危机的概率较低。对此,我国应保持宏观经济金融稳定,继续关注并防范潜在金融风险冲击,并以此次事件为鉴优化金融机构经营并促进科创产业发展。

## 一、事件演进

2023 年 3 月以来,以硅谷银行破产为代表的一系列金融动荡席卷欧美乃至全球,引发各界高度关注。此次事件表现出新的特点:

### (一) 硅谷银行破产过程速度极快

3 月 8 日,硅谷银行宣布卖出 210 亿美元证券并发行新股,预计亏损约 18 亿美元,引发市场恐慌情绪。随后短短两日,硅谷银行股票暴跌 60% (见图 1),存款客户恐慌性挤兑规模超过 420 亿美元。3 月 10 日,硅谷银行即宣布破产。

### (二) 美国政府对此次事件的应对速度极快

3 月 11 日,联邦存款保险公司 (FDIC) 宣布接管硅谷银行;3 月 12 日更是由财政部、美联储以及 FDIC 联合发布声明,保障所有储户存款安全。救助资金来源于美联储推出的银行定期融资计划 (Bank Term Funding Program, BTFP),即允许美国商业银行以国债等资产作为抵押向美联储申请贷款,总规模达到 250

亿美元，实质是为美国银行机构提供定向流动性支持。随后，3月26日硅谷银行由第一公民银行低价收购。

美国政府的快速救助显示出此次事件的严重性。硅谷银行是全美排名第16位的中型银行，但同时也是主要服务于科创企业和风投机构的重要金融机构。此次事件不仅暴露加息周期中的金融风险，也是对美国科技创新核心竞争力的一次冲击。事实证明，硅谷银行的快速救助并没有完全阻止市场恐慌情绪蔓延。3月28日，硅谷银行、签名银行股票复牌后股价跳水，跌幅超99%（图1）。另外，以硅谷银行为起点，欧美国家陆续暴发瑞士信贷等银行业危机，老牌稳健型银行——德意志银行股价也出现大幅波动，全球金融市场动荡加剧。

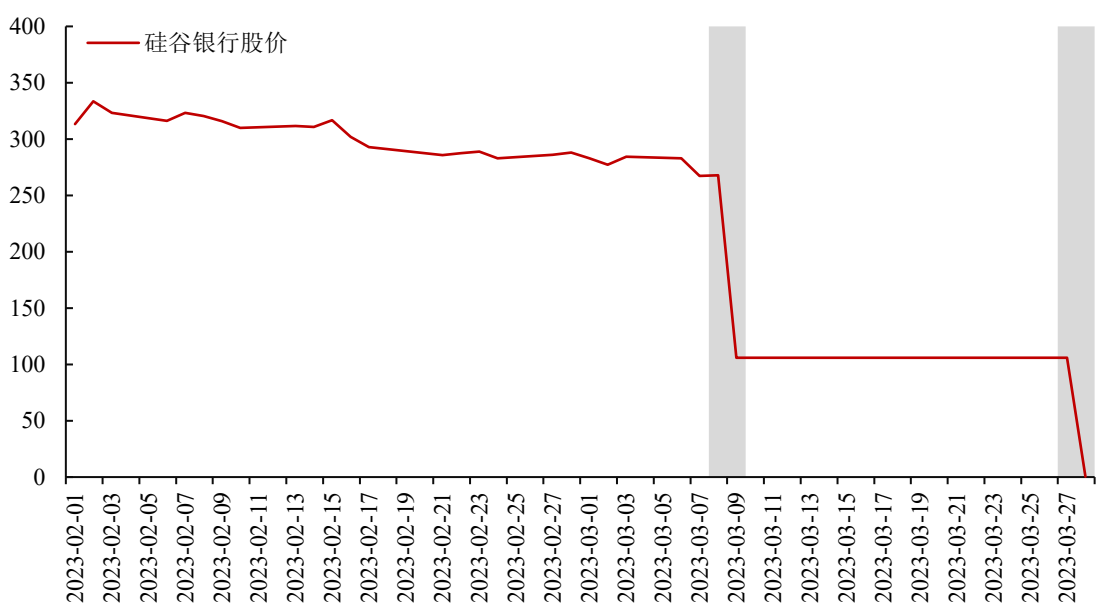


图1 硅谷银行的股价走势

资料来源：Wind。

## 二、原因分析

### （一）宏观层面：金融债务与产业周期下行是根本原因

2008年金融危机后美国经历长期的货币宽松，2020年新冠肺炎疫情后美联储采取大规模量化宽松政策。与此同时，2010年以来美国乃至全球经历超级科技周期，流动性充裕使得全球科创与风投活跃。然而，自2022年开始，面对通胀居高不下，美欧集体加息缩表，宏观金融与债务周期快速收缩，科创产业投融资

资也陷入低潮，加剧金融机构的资产负债错配和风险显性化。此外，在经济金融下行周期之下，恐慌情绪更容易蔓延，在此次事件中引发银行挤兑（Bank Run）现象。面对政策快速转向而暴露的金融风险，美国政府主要通过宏观政策手段加以快速解决，本轮金融风险的应对呈现出较为显著的政府主导性。

## （二）微观层面：硅谷银行资产负债错配叠加商业模式特征是直接导火索

2020 年以来硅谷银行存款规模急剧膨胀，在两年内增长约 200%。证券投资在资产配置中的比重则超越贷款，在 2021 年末最高达到 61%（见图 2）。2022 年以来，硅谷银行资产负债期限错配加剧。从负债端来看，由于存款储户主要是创投基金或初创科技型企业，周期下行和政策逆转使储户资金撤回规模较大，负债成本上升。从资产端来看，美联储激进加息导致硅谷银行持有的大量国债和机构债价格下跌，净息差明显收窄，银行浮亏严重。

此外，硅谷银行的商业模式加剧风险积累。一是硅谷银行主要服务于科创企业、风险投资机构，面向特定行业也增加了产业周期波动风险。二是硅谷银行存款客户以企业客户为主，对利率和风险的高度敏感加速存款流失。三是硅谷银行以投贷联动为典型业务模式。这意味着硅谷银行具有“类风投”性质，投资收益也取决于初创企业后续的并购、上市活动，科创产业周期下行恶化资产负债状况。

最终，硅谷银行不得不卖出资产以应对存款快速撤回，这使资产负债表浮动亏损变成现实亏损，资产负债表实质恶化。

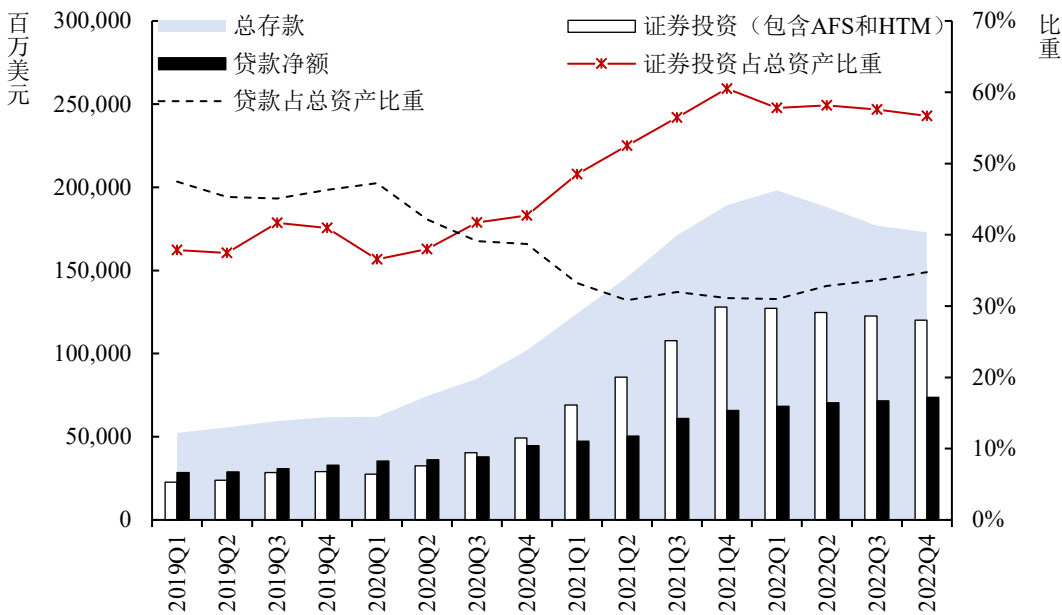


图2 硅谷银行资产负债结构特征变化

资料来源：Wind。

### （三）制度层面：监管放松助长风险积累

2010年，《多德—弗兰克法案》加强对金融体系监管改革，规定资产规模超过500亿美元的系统重要性金融机构接受压力测试，并提出具有更高的资本要求。2018年以来，特朗普政府通过《经济增长、放松监管和消费者保护法案》，提高系统重要性金融机构资产规模门槛，从而放松了对资产规模在2500亿美元以下的中小银行的压力测试以及资本金、流动性等金融监管要求，降低了监管合规成本，这为硅谷银行的无序扩张埋下隐患。

## 三、潜在影响与未来演进

硅谷银行破产事件引起的连锁反应不仅局限于美国，而且波及到欧洲乃至全球。

### （一）潜在影响

硅谷银行破产事件的后续影响不仅在银行等金融机构凸显，也引发金融市场和实体产业波动。

#### 1. 美欧银行业动荡加剧，金融机构脆弱性上升

美国的风险点主要集中于中小银行。由于美国大型银行资产较为稳健，银行业整体发生系统性风险概率较低。然而，中小银行与硅谷银行相似，普遍面临资产负债期限错配。硅谷银行破产事件打击储户和投资者对中小银行的信心，中小银行存款流失加速并向大型银行和非银金融机构转移，使其面临流动性风险和挤兑破产风险。目前除硅谷银行之外，银门银行（Silvergate Bank）、签名银行（Signature Bank）同样破产倒闭，第一共和银行（First Republic Bank）也深陷股价暴跌和监管风波。

欧洲地区的暴雷点则先出现于系统性重要银行。瑞士信贷由于过去经营亏损严重、财务报告存在重大缺陷以及大股东拒绝资本注入等一系列问题，引发信用违约互换（Credit Risk Swap, CDS）飙升和股价暴跌。3月19日，在瑞士中央银行的流动性支持下瑞士银行宣布以32亿美元的价格收购瑞士信贷。随后，由

于商业地产投资组合下跌以及额外一级资本债券（Additional Tier 1 Bond, AT1）抛售风波，3月24日德意志银行同样出现CDS息差大涨与股价急跌。然而，由于其自身经营稳健和盈利充裕，德意志银行破产或被收购概率较小。此外，法国兴业银行也由于接受税务欺诈和洗钱指控的金融调查而出现股价暴跌。

**不只是银行业，欧美非银金融机构的脆弱性同样增加。**一方面，与硅谷银行、瑞士信贷风险关联的养老金、投资公司等金融机构出现投资受损。另一方面，过去大量加杠杆而持有美欧低收益债券的保险机构、养老金、对冲基金等金融机构同样面临资产负债错配，在市场信心受损而面临存款流失以及资产管理产品赎回的情况下，“资产卖出-价格下跌”螺旋可能导致流动性风险向兑付风险演化<sup>1</sup>，进而给储户或金融资产持有者造成广泛损失。

### **3. 美欧金融市场风险交织，全球不确定性增强**

美国与欧洲金融市场的风险交织与相互震荡有可能进一步向外扩散，引发全球不确定性上升。

**对于商业地产市场，美国商业地产持续下行，违约暴雷概率增加。**面对美联储加息以及流动性收紧，美国商业地产市场价值萎缩，债务压力上升。目前美国黑石集团（Blackstone Group）的房地产信托基金 Breit 连续4个月遭遇大量赎回；黑石集团的抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage Backed Security, CMBS）以及哥伦比亚不动产信托公司等多家商业地产基金集中违约。市场普遍担忧美国商业地产市场将成为下一个暴雷点。据统计美国商业地产银行贷款的70%来自中小银行（见图3），中小银行流动性风险与商业地产市场崩溃可能相互传导并出现恶性循环。

---

<sup>1</sup> 郑联盛：警惕美国银行业流动性风险向偿付风险演进，21财经，2023-3-20。



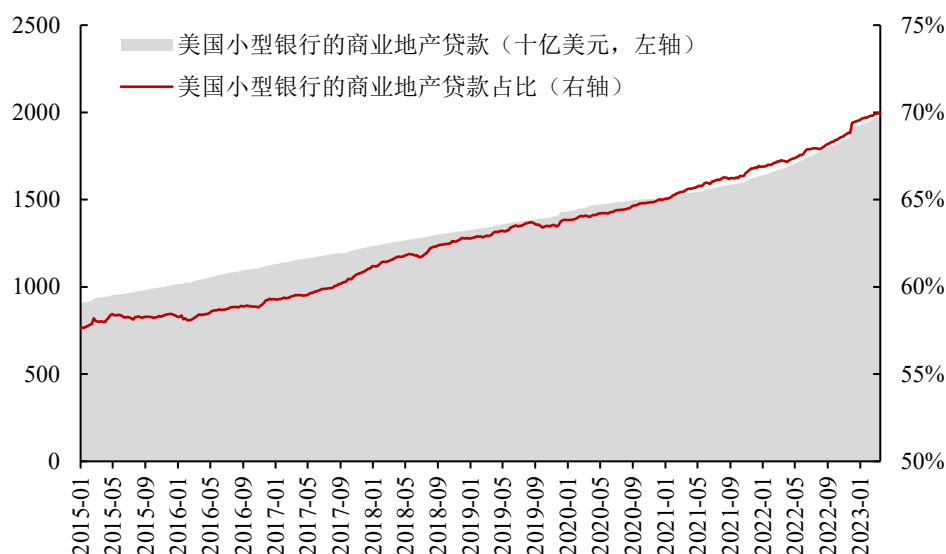


图3 美国小型银行的商业地产贷款及占比

资料来源：Federal Reserve Economic Data (FRED)。

对于债券市场，美欧债券市场面临资产价格调整和违约风险。硅谷银行事件导致美国国债、机构债价格震荡，债券市场隐含波动率上升。例如3月13日，美国两年期国债收益率连续两日创下1987年以来最大跌幅。此外，欧洲固定收益市场也面临动荡。在瑞士信贷危机的处置中，172亿美元的AT1债券被直接减记至零，打破债权优先于股权的惯例，导致欧洲AT1债券市场以及应急可转债（Contingent Convertible Bonds, CoCo）市场遭遇大量抛售和价格震荡。

对于股票市场，美欧以及全球股市联动，市场动荡加剧。由于硅谷银行以及此后的一系列风险事件，美欧股票市场特别是银行板块多次出现抛售以及价格大幅下跌，全球股市联动导致市场波动风险上升。

对于加密货币市场，加密货币价格波动和监管风险增加。由于硅谷银行以及接连倒闭的银门银行、签字银行均对加密货币友好，此次事件导致加密货币市场出现价格动荡，泰达币、DAI等稳定币一度出现与美元的严重脱锚。未来有关于金融机构参与加密货币业务以及对加密货币平台的监管可能会进一步收紧。

### 3. 实体产业特别是科创产业面临一定冲击

据彭博社统计，硅谷银行破产以来，全球不良债券和贷款总额增加690亿美元<sup>2</sup>，特别是美欧脆弱企业的融资和债务偿还能力引发市场担忧。由于硅谷银行

<sup>2</sup> 腾讯：“在硅谷银行和瑞士信贷之后，全球6240亿美元的债务怎么办？”，2023-03-29。  
<https://new.qq.com/rain/a/20230329A03MNY00>

的特殊性，此次事件可能给科创产业以及全球科创生态产生负面冲击。一方面，尽管监管机构快速救助，但硅谷银行在科创与风投网络中的重要作用可能导致全球关联初创企业和风投机构出现一定的股价波动以及流动性风险。另一方面，硅谷银行破产可能导致科创企业的融资可获得性下降，以及在美国高利率环境以及金融监管可能加强的情况下，进一步抬升融资成本，并扩散至全球引发面向科创企业的风投、私募资金萎缩，投资信心和生态环境受损。

## （二）未来演进

事实上，硅谷银行破产倒闭是美国主导的加息周期下金融风险逐渐暴露的一个预警信号和标志性事件。

从历史经验来看，美联储加息周期往往伴随金融动荡加剧与金融危机概率上升。20 世纪 80 年代以来，美联储持续加息是多次金融危机暴发的重要诱因（见图 4）。据有关研究显示，美联储加息所驱动的金融周期下行会与经济下行造成更深的经济衰退和更高的危机概率。

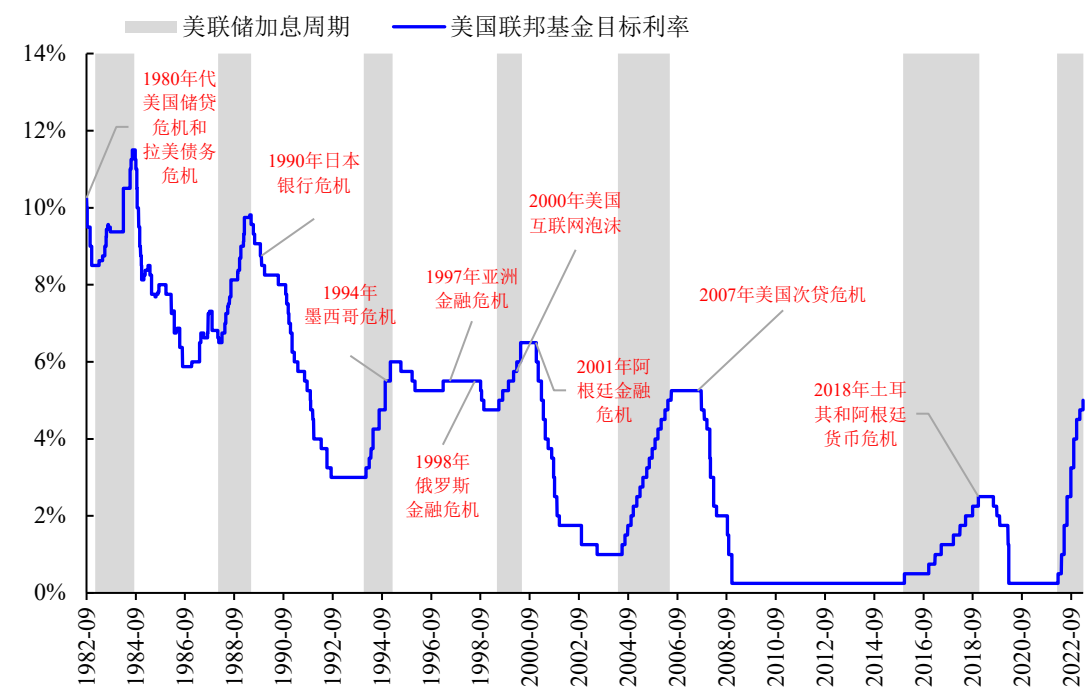


图 4 美联储加息周期与多次金融危机关联

资料来源：Wind 与笔者整理。

从现实进展来看，美联储大规模货币宽松的风险积累尚没有充分释放。美欧金融机构在长期低利率、负利率环境下持有的债券资产普遍面临账面损失。据一项研究显示，2022 年末美国银行业包含贷款和证券在内的未实现损失总额估计为 1.7 万亿美元，仅略低于 2.1 万亿美元的银行总股本<sup>3</sup>。另外，欧洲负利率债券市场规模最高时接近 18 万亿美元，目前多数尚未到期。短期内高通胀以及高基准利率的持续以及市场恐慌情绪的蔓延可能导致金融系统脆弱性增强，金融风险进一步释放。

据此判断，以硅谷银行为起点的一系列金融风险暴露仍未结束，未来全球金融动荡有可能持续蔓延、出现多点暴发的现象；但是演化为系统性金融危机的概率较低。截至目前，此轮金融动荡的演进表现出如下特点：

### **1. 以硅谷银行事件为界，金融风险开始从外围国家向中心国蔓延**

由于美联储的大幅加息，2022 年斯里兰卡、巴基斯坦、阿根廷、土耳其、黎巴嫩、埃及、加纳等外围国家已经出现汇率大幅贬值、短期资本外流等问题，引发货币危机、债务危机和经济危机。以硅谷银行事件为分水岭，美欧等中心国家开始出现银行业和市场动荡。暴发于中心国家的金融动荡具有更强的外溢效应和冲击力，可能再次向外围传导从而引发全球更大范围的金融风险暴露。

### **2. 金融动荡与经济衰退、政治动荡相互交织**

俄乌冲突之后，金融市场动荡加剧，西方国家对俄罗斯金融制裁一定程度动摇以美国为核心的金融信用体系。当前全球经济衰退趋势愈发明显，地缘政治冲突仍未结束，金融动荡可能与经济衰退、地缘冲突相互交织、相互强化，形成正反馈循环，埋下更大危机的隐患<sup>4</sup>。

### **3. 美联储面临多重目标和约束，政策选择关乎金融动荡演进**

尽管美联储不太可能由于个案性风险事件而立即停止或转变加息步伐，但金融风险的日益显性化可能增加政府在未来政策制定中对于金融脆弱性的关注。此外，美欧对于此次硅谷银行破产以及瑞士信贷的流动性救助方式也引起一些关于道德风险、政策效果的质疑。美联储以及欧洲央行和政府部门在此后对待更多风险事件的态度和力度可能关乎金融风险演进。

---

<sup>3</sup> Drechsler I., A. Savov and P. Schnabl, “Why do banks invest in MBS? ”, NYU Working Paper, 2023 March.

<sup>4</sup> 张明：“国际银行业动荡的表现、原因与前景”，《财经》，2023 年 4 月 2 日。

## 四、对中国的影响和应对建议

硅谷银行破产对我国的影响整体可控，但仍需高度重视此轮仍在持续的金融动荡对我国的潜在影响，并采取有效手段积极应对。

### （一）对中国的影响

硅谷银行破产对我国科创企业产生一定影响，未来仍需关注海外金融风险与金融安全问题。

#### 1. 硅谷银行破产对我国直接或间接关联的科创企业产生一定冲击

尽管目前美国政府保障美国境内硅谷银行存款的安全，但资金存放于海外分支机构的中国企业可能无法得到偿付，面临潜在的资金损失。此次事件也可能使中国监管部门加强对国内科创企业投融资监管，提高国内科创企业的融资成本并影响成长空间。

#### 2. 审慎应对海外金融风险的冲击与传导

国际金融动荡可能传导至国内，主要风险点包括：（1）资本市场联动引发的股票、债券等资产价格下跌风险；（2）银行业危机引发的境内关联客户资产损失；（3）信心渠道传递投资者对中国中小商业银行稳定经营的信心转弱，部分城商行、农商行可能面临集中风险暴露；（4）避险情绪主导的短期资本外流和人民币兑美元汇率贬值风险。

#### 3. 需要警惕金融和产业安全

硅谷银行倒闭展示了加息周期中大量持有美债等金融资产可能面临的市场风险。2022年，中国投资者持有美国国债规模下降1732亿美元，除到期未续买之外，净估值损失约为1606亿美元。此外，俄乌冲突后的美元武器化行为和中美竞争加剧也动摇了海外金融资产的安全性。

### （二）应对建议

我国应采取积极措施应对硅谷银行事件及一系列海外金融风险冲击，并从中获得经验启示和借鉴。

宏观经济政策方面，应当以我为主、保持宏观经济金融稳定。目前国际金融风波并未对我国经济金融大局造成实质性冲击。应当加大财政货币政策对经济

恢复到潜在增长水平的支持力度，进一步扩大内需，以良好的宏观经济金融环境应对外部风险冲击。应当保持政策的相对稳定和连贯性，避免出现大起大落。

**金融风险防范方面，应对外部风险冲击，守住不发生系统性金融风险的底线。**动态监测和预警海外金融风险，并对潜在关联市场和主体进行摸底和排查；加强海外资产多元化、分散化布局，保障海外资产安全；稳步防范化解国内地方债、房地产等潜在风险点，关注国内外风险联动的链条和重点环节。必要时通过加强资本管制与市场干预防范金融风险蔓延。

**金融机构经营方面，优化资产负债表管理，提高科技金融服务能力。**以硅谷银行为鉴，我国部分中小银行同样面临客户集中度高、资产负债结构单一等问题，应在鼓励特色化、差异化经营的同时加强风险管理并优化资产负债表。此外，探索硅谷银行为代表的投贷联动模式在我国的适应性和可行性，提高金融服务科技创新的能力和水平，促进产业、创新与金融良好互动。

**科创产业发展方面，平衡创新与监管，建立完善活跃的、多层次的科创金融体系。**避免由于硅谷银行破产事件而对国内科创产业发展和投融资进行过度监管，应在科技创新与风险监管间寻求平衡。在国际科创投资遇冷的情况下，充分发挥国内政府引导和市场驱动的力量，建立完善多主体参与、全周期覆盖、股债结合等多层次科创金融体系，提高资本对科创产业的支持力度和市场活跃度。

## 中国宏观金融分析

China Macro Financial Analysis (CMFA)

《中国宏观金融分析》由中国社会科学院金融研究所提供，每个季度发布，着力倡导中国宏观金融分析“新范式”，以期更好把握国内外宏观经济金融形势：一是突出宏观—金融关联（macro-financial linkages），二者的互动是判断宏观金融演进态势的关键；二是强调资产负债表方法（Balance Sheet Approach, 即BSA），以存量分析弥补流量分析的不足；三是注重宏观分析的微观基础，案例分析成为必不可少的内容。

### 中国宏观金融分析团队

负责人 张晓晶 张明（执行）

团队成员 曹婧 费兆奇 江振龙  
（按拼音排序） 王喆 张冲 郑联盛

