



宏观研究

# 【粤开宏观】海外金融风险及对中国的影响

2023年04月05日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：原野

近期报告

《【粤开宏观】认识 2023 年 GDP 目标和财政赤字安排》2023-03-05

《【粤开宏观】2023 年《政府工作报告》释放的九大信号》2023-03-05

《【粤开宏观】2023 年地方财政面临的形势、风险与应对》2023-03-13

《【粤开宏观】中国经济开门红：1-2 月经济数据解读》2023-03-19

《2023 年宏观经济形势与大类资产配置展望》2023-03-30

摘要

3 月以来，硅谷银行、瑞信银行等欧美银行相继“暴雷”，引发市场对于国际金融风险蔓延的担忧。虽然当前这些局部风险已在监管部门的及时救助下基本平息，但在欧美央行激进加息导致宏观流动性收紧的背景下，银行资产负债表的脆弱性逐渐暴露，流动性风险及银行信任危机仍不容忽视。

一、近期爆发的海外金融风险

**1、美国中小银行流动性危机：以硅谷银行为代表。**硅谷银行“闪崩”是本轮欧美银行风波的起点。硅谷银行破产主要是源于美联储加息引发的资产端国债投资下跌、负债端存款流失。具体到硅谷银行，在于存款客户结构单一，以及低息环境下过于激进的经营策略，即配置了过多的长期资产，缺乏足够的现金及等价物，导致利率转向后难以应对存款快速流失，最终引发流动性风险。一是负债端层面，硅谷银行的储户多为初创期科技企业和风投机构，利率上升导致其估值下降、财务成本上升，快速消耗现金并提取存款。二是资产端层面，硅谷银行将大量存款用于购买期限较长的美国国债与抵押贷款支持证券（MBS），加重了期限错配。三是 2018 年后美国监管放松，中小银行积累较多风险。

**2、欧洲大型银行破产危机：以瑞信银行为代表。**瑞士信贷银行作为瑞士第二大银行、30 家全球系统性重要银行之一，陷入了破产危机。瑞信与硅谷银行不同，其危机的原因是内控存在系统性问题，以及风险事件导致的情绪共振。瑞信风控和管理存在严重问题，投资爆雷、丑闻不断，投行业务是“重灾区”，产生大规模亏损及资金外流。2022 年，瑞信投资银行、财富管理、商业银行、资产管理四大板块的税前净利润分别为-40.3 亿瑞郎、1.0 亿瑞郎、9.9 亿瑞郎和 0.3 亿瑞郎，投行业务拖累显著，遭遇巨大的赎回压力，仅仅一个季度内，其存款就流出了超过 1400 亿瑞郎，现金及等价物降幅达到 60%。

**3、当前欧美银行业危机暂时缓和，但风险仍存。**美联储贴现窗口借款冲高后回落，银行间市场流动性边际趋缓。但需注意的是，美国存款流失的情况还未完全缓解，引发流动性风险的因素仍在。

二、潜在的海外金融风险

**1、美国商业地产贷款的违约风险。**本轮美国房地产市场风险并不在于居民住宅按揭贷款，而是商业地产贷款。美国商业地产贷款会受到美联储收紧货币政策严重冲击。其一，美联储加息，商业地产现金流恶化；其二，利率上升，商业地产估值下降；其三，中小银行流动性紧张，商业地产再融资难度加大。

更糟糕的是，美国商业地产贷款违约可能与中小银行破产形成恶性循环。一方面，中小银行是商业地产贷款的主要来源；另一方面，商业地产贷款在中小银行中形成巨大的风险敞口。于是便会形成“商业地产贷款违约→中小银行破产→商业地产再融资更加困难→更多商业地产贷款违约→更多中小银行



破产”的风险传染链条。而银行破产风险的救助难度和成本，将远远高于近期已基本完成处置的美国银行流动性风险，后者只需央行及时发挥最后贷款人的职能，向风险银行注入流动性、阻断挤兑风潮即可；而前者还涉及银行的破产清算、对储户的存款赔付、防止银行破产引发交易对手方的连锁倒闭等，最终需要财政买单。因此，银行破产风险对实体经济和金融体系的破坏性要更为严重。

**2、新兴市场经济体面临全球美元流动性风险。**美国凭借“美元霸权”地位，向全世界输出美元。但当美联储收紧货币政策，美元流向发生逆转，常常会诱发其他经济体爆发经济金融危机，特别是那些经济基本面和金融体系较为脆弱的新兴市场经济体。

一是经常账户恶化，二是资本流出压力，三是海外融资困难，四是国内信贷收紧。一旦上述风险传染渠道相互叠加强化，将对新兴市场经济体的经济金融稳定造成严重冲击，典型案例有 1997 年东南亚金融风暴、1980 年代拉美债务危机等。

### 三、海外金融风险对中国的影响

**海外金融风险主要通过两条传导渠道影响中国：**一是资本市场的情绪传染，海外金融市场动荡，会加剧国内的避险情绪，导致国内资产价格波动；二是国际贸易渠道，海外金融风险导致全球需求下行，出口下滑拖累中国经济增长，当前外贸下行压力已有显现。2008 年国际金融危机时期，中国受到的冲击也主要是这两点。

**综合来看，海外金融风险对中国的影响总体可控。**第一，中美经济周期错位，中国经济处于稳步恢复当中，美国经济则由滞胀转向衰退；第二，中国私人部门的海外融资风险已经缓释；第三，货币政策以我为主，国内金融体系能够更好地服务实体经济。

**此外，美国滥用“美元霸权”地位，削弱了其他国家对美元的信心；多国已逐步开启“去美元化”，为加快人民币国际化进程提供了机遇。**一是全球央行增持黄金，美元储备货币地位下降；二是多国在双边贸易中引入新的结算货币，美元结算货币地位下降。《欧洲时报》称，目前已有俄罗斯、伊朗、阿联酋、沙特、委内瑞拉、土耳其、印尼等 30 多个国家正逐渐在贸易结算或投资中转向使用人民币。

**风险提示：**欧美银行业风险超预期、美联储货币政策超预期



## 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、近期爆发的海外金融风险.....            | 4  |
| (一) 美国中小银行流动性危机：以硅谷银行为代表..... | 4  |
| 1、风险爆发.....                   | 4  |
| 2、主要原因.....                   | 5  |
| 3、处置结果.....                   | 6  |
| (二) 欧洲大型银行破产危机：以瑞信银行为代表.....  | 7  |
| 1、风险爆发.....                   | 7  |
| 2、主要原因.....                   | 7  |
| 3、处置结果.....                   | 8  |
| (三) 当前欧美银行业危机暂时缓和，但风险仍存.....  | 9  |
| 二、潜在的海外金融风险.....              | 10 |
| (一) 美国商业地产贷款的违约风险.....        | 10 |
| (二) 新兴市场经济体面临全球美元流动性风险.....   | 14 |
| 三、海外金融风险对中国的影响.....           | 16 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1： 硅谷银行事件波及整个美国银行板块走势.....               | 4  |
| 图表 2： 硅谷银行存款急涨急跌.....                       | 5  |
| 图表 3： 2022 年 4 季度 SVB 总资产构成.....            | 6  |
| 图表 4： 瑞信事件重挫欧洲股市.....                       | 7  |
| 图表 5： 瑞信业绩“每况愈下”.....                       | 8  |
| 图表 6： 美联储贴现窗口借款冲高后逐渐回落.....                 | 9  |
| 图表 7： 美国商业银行存款还在持续流失.....                   | 9  |
| 图表 8： 当前美国居民部门杠杆率远低于次贷危机时期水平.....           | 10 |
| 图表 9： 当前美国房屋空置率与房贷违约率均处于历史低位.....           | 12 |
| 图表 10： 美联储加息以来，多户型公寓（商业地产的一种）的投资价值快速下降..... | 13 |
| 图表 11： 美国小银行的商业地产贷款规模远高于大银行.....            | 13 |
| 图表 12： 欧美金融条件收紧，新兴市场经济体也会出现流动性紧张.....       | 14 |
| 图表 13： 美国、欧元区、日本的制造业 PMI 均处于收缩区间.....       | 15 |
| 图表 14： 越南利率跟随美国利率上升，但越南盾汇率却仍大幅贬值.....       | 16 |
| 图表 15： 2022 年 11 月以来，陆股通持续净流入.....          | 17 |
| 图表 16： 2022 年全球央行购金规模创近年来新高.....            | 17 |



## 一、近期爆发的海外金融风险

3月以来，硅谷银行、瑞信银行等欧美银行相继“暴雷”，引发市场对于国际金融风险蔓延的担忧。虽然当前这些局部风险已在监管部门的及时救助下基本平息，但在欧美央行激进加息导致宏观流动性收紧的背景下，银行资产负债表的脆弱性逐渐暴露，流动性风险及银行信任危机仍不容忽视。

### （一）美国中小银行流动性危机：以硅谷银行为代表

#### 1、风险爆发

硅谷银行（Silicon Valley Bank，简称SVB）“闪崩”是本轮欧美银行风波的起点。硅谷银行主要为科创企业以及风投机构提供融资服务，其业务模式因与科技行业和资本市场深度绑定，曾广受追捧，被视为“金融”与“科技”结合的典范。

美国时间3月8日，硅谷银行宣布再融资计划，包括出售210亿美元的可供出售证券（AFS）等，该举措将产生18亿美元亏损。公告发布日，恰逢银门银行（Silvergate Bank）开启清算程序，市场出现对硅谷银行资不抵债的担忧，恐慌情绪通过社交媒体迅速传播，最终引发储户挤兑。

当日，硅谷银行股价跌超60%，并波及整个美国银行板块，富国和美银股价跌幅也都在6%以上。3月9日到10日两个交易日，标普500银行业指数、标普500指数分别下跌7.0%和3.3%；2年和10年期美债收益率下跌45和28个基点至4.6%和3.7%；COMEX黄金等避险资产价格上升。直到3月12日亚洲市场开盘前，美国财政部、美联储、FDIC为防止风险扩散而联手救市，硅谷银行事件引发的市场恐慌才趋于平缓。

图表1：硅谷银行事件波及整个美国银行板块走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院



## 2、主要原因

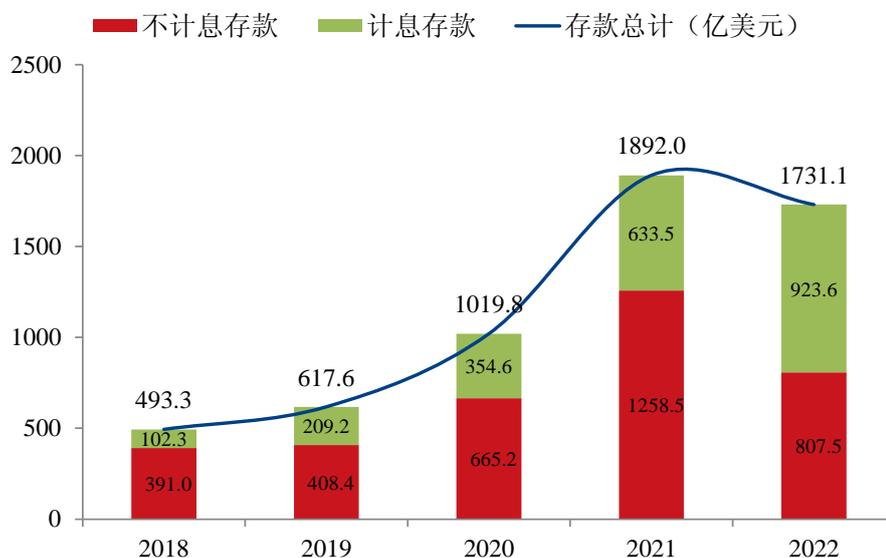
硅谷银行破产的根源在于存款客户结构单一，以及低息环境下过于激进的经营策略，导致资产负债结构失衡，难以应对加息后的存款流失，最终引发流动性风险。

一是负债端层面，硅谷银行的储户以机构客户为主，多为初创期科技企业和风投资机构，同质化程度高，风险集中，存款保险覆盖率低。2020年新冠疫情爆发后，美联储向银行体系注入了巨额的流动性，科技企业迎来融资热潮，以 SPAC 方式（可理解为“借壳上市”）IPO 在当时蔚然成风，相关企业和风投手握大量现金和存款，并存入硅谷银行。根据硅谷银行 2022 年年报，其负债端所积累的存款从 2019 年底的 618 亿美元大幅上升至 2021 年底的 1892 亿美元，2022 年底略降至 1731 亿美元。这些存款多数不受存款保险覆盖，不受保的存款占比达 95.6%。美联储开启加息后，科创企业财务成本、融资成本上升，估值下滑，需要更多流水来应对日常经营，对硅谷银行的提现需求持续提升，硅谷银行的存款自 2022 年 3 月触顶后就一直流出，特别是活期存款从 1260 亿美元骤降至 810 亿美元。

二是资产端层面，硅谷银行将大量存款用于购买久期较长的美国国债与抵押贷款支持证券（MBS），加重了期限错配。面对低息环境下负债端资金的持续流入，硅谷银行将大量资金用于购买美债和 MBS（久期大于 10 年）。2022 年底，硅谷银行持有的国债和 MBS 等证券占总资产比重达 55%，同期美国银行仅为 28%。激进配置长久期资产的同时，硅谷银行并没有为应对存款流出预留出等比例的现金，也没有利用利率互换等工具进行风险管理。而美债及 MBS 与利率高度相关，当 2022 年美联储货币政策持续快节奏加息时，这些资产价格大幅下挫，导致硅谷银行出现“浮亏”，出售即面临大额损失，极易引发市场恐慌。

三是 2018 年后美国监管放松，中小银行积累较多风险。2018 年，时任美国总统特朗普签署《经济增长、监管放松与消费者保护法》，放松了对许多地区性银行的监管审查，将“系统重要性银行”的门槛从 500 亿美元大幅抬高至 2500 亿美元。这使得硅谷银行被排除在外（2022 年总资产 2118 亿美元），不需要设置逆周期资本缓冲，不用接受多德-弗兰克压力测试，对流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金比例（NSFR）也没有监管要求。出现即便“浮亏”，资本充足率仍“虚高”的情况，最终为流动性危机埋下隐患。

图表2：硅谷银行存款急涨急跌





资料来源：SVB 年报、粤开证券研究院

**图表3：2022 年 4 季度 SVB 总资产构成**

| 总资产（截至 2022/12/31）   | 亿美元         | 占比             |
|----------------------|-------------|----------------|
| 现金及现金等价物             | 138         | 6.52%          |
| 持有至到期投资（HTM）         | 913         | 43.11%         |
| 其中：国债                | 49          | 2.31%          |
| 住房抵押贷款支持证券（MBS）      | 682         | 32.20%         |
| 商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）  | 145         | 6.85%          |
| 可供出售投资（AFS）          | 261         | 12.32%         |
| 其中：国债                | 162         | 7.65%          |
| 住房抵押贷款支持证券（MBS）      | 73          | 3.45%          |
| 商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）  | 15          | 0.71%          |
| 客户贷款及垫款净额            | 736         | 34.75%         |
| 全球基金业务（主要为 PE/VC 信贷） | 412         | 19.45%         |
| 不同阶段创新公司贷款           | 155         | 7.32%          |
| 个人信贷                 | 103         | 4.86%          |
| 其他贷款                 | 66          | 3.12%          |
| 其他资产                 | 70          | 3.31%          |
| <b>总资产</b>           | <b>2118</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：SVB 年报、粤开证券研究院

### 3、处置结果

**第一阶段，FDIC“火速”接管硅谷银行。**3月10日，加州监管机构 DFPI（Department of Financial Protection and Innovation）宣布接管硅谷银行，原因是流动性不足和资不抵债，并指定 FDIC 为接管人。FDIC 创建过桥银行，承接硅谷银行所有存款和资产。初期偿付方案并不覆盖所有存款，对超过 25 万美元偿付上限的未受保存款部分先行偿付（30%-50%），不受保储户仍面临巨大的潜在损失。因此，该方案并未遏制市场恐慌蔓延。

**第二阶段，美国财政部、美联储、FDIC 联手救市。**3月12日，美国财政部、美联储与 FDIC 发布联合声明，对硅谷银行采取“系统性风险豁免”，政府兜底，对所有储户存款进行全额偿付。同时，美联储配合推出临时性货币政策工具——银行定期融资计划（Bank Term Funding Program, BTFP），允许美国商业银行以国债、MBS 及其他符合资格的资产作为抵押品来向美联储申请贷款，抵押品以面值计价，财政部从外汇稳定基金中拨出最高 250 亿美元作为 BTFP 的担保。该计划能够为遭遇不利冲击的商业银行提供流动性支持，相关银行不必亏本出售债券。

**第三阶段，监管部门进行全面调查，追责的同时积极寻找“下家”。**3月17日，拜登敦促国会采取行动，对管理不善导致机构破产的银行高管实施更严厉处罚。随后，美国司法部和证监会（SEC）对硅谷银行事件中涉及的信息披露、高管事前几天出售股票等情况进行调查。3月26日，美国第一公民银行宣布收购硅谷银行，该公司股价于27日上涨53.74%，标普500银行业指数当日跳空高开，涨幅3.05%。至此，硅谷银行风波逐渐平息。



## （二）欧洲大型银行破产危机：以瑞信银行为代表

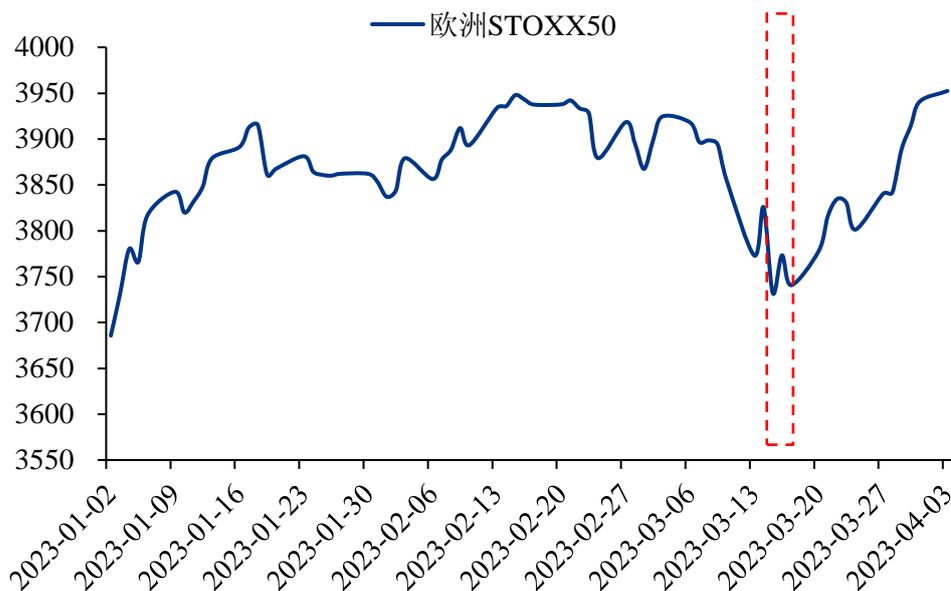
### 1、风险爆发

美国中小银行风险尚未消除，欧洲银行又起变数。瑞士信贷银行（简称瑞信）作为瑞士第二大银行、30家全球系统性重要银行之一，陷入了破产危机。

3月14日，瑞信披露的年报中，普华永道对其“财务内控的有效性”出具了否定意见；同时，瑞信全年净亏损73亿瑞士法郎，且四季度有大量存款和净资产流出，瑞信承认若存款持续外流，将对财务状况产生冲击。3月15日，瑞信最大股东沙特国家银行宣布无法为瑞信提供增量资金。

财报危机、大股东暂不增资等负面冲击，叠加硅谷银行事件引发的恐慌情绪，导致投资者大幅抛售瑞信股票。3月15日，瑞信盘中跌幅一度达到30%；5年期CDS点位接近1000，高于欧债危机时期水平。巴克莱（-9.09%）、瑞银（-6.30%）等大型银行及欧洲股市亦受波及，欧洲STOXX50指数当日跌幅为2.45%。3月16日，亚太主要股市也在恐慌情绪中集体下行。日本日经225指数收盘下跌0.8%，盘中一度大跌逾2%；A股市场三大指数低开低走，收盘集体跌超1%。直到3月20日，瑞银以30亿瑞士法郎的价格收购瑞信全部股份，欧洲股市才阶段性企稳。

图表4：瑞信事件重挫欧洲股市



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 2、主要原因

瑞信与硅谷银行不同，其危机的原因是内控存在系统性问题，以及风险事件导致的情绪共振。

瑞信风控和管理存在严重问题，投行业务是“重灾区”，产生大规模亏损及资金外流。近年来，瑞士信贷经营管理方面频频暴雷，先后发生前任董事长 Tidjane Thiam 雇佣私人



侦探监控公司员工；2021 年遭遇 Greensill 破产和 Archegos 爆仓，分别亏损 30 亿和 55 亿美元；2022 年初数据泄露，黑客曝光的账户中包括腐败分子、欺诈犯等。持续的负面消息和丑闻不仅产生高额罚金，更对银行声誉产生冲击，造成信任危机。2022 年，瑞信投资银行、财富管理、商业银行、资产管理四大板块的税前净利润分别为-40.3 亿瑞郎、1.0 亿瑞郎、9.9 亿瑞郎和 0.3 亿瑞郎，投行业务拖累显著，遭遇巨大的赎回压力，仅仅一个季度内，其存款就流出了超过 1400 亿瑞郎，现金及等价物降幅达到 60%。

图表5：瑞信业绩“每况愈下”



资料来源：瑞信年报、粤开证券研究院

### 3、处置结果

**政府主导收购，股市企稳，但债券减计引发二次风险。** 为避免市场震荡及后续风险蔓延，3 月 20 日，在瑞士政府撮合下，瑞银和瑞信达成收购协议，总对价 30 亿瑞士法郎。同时瑞士政府为收购过程中可能的潜在损失提供 90 亿瑞郎担保，央行给予瑞信和瑞银 1000 亿瑞郎流动性援助。

但收购方案中，瑞信发行的 160 亿瑞郎的额外一级资本债券(Additional Tier 1 bond, AT1) 直接减记至零。AT1 资本工具是 2008 年金融危机后的产物，全球 AT1 市场规模约为 2540 亿美元，欧洲银行占 AT1 资本工具发行总量的 80%。AT1 由优先股和永续债组成，比起次级债券、普通债券这些债务工具，具有更多“股性”。因此在巴塞尔协议框架下，具有较强的吸收损失能力。通俗说，当银行清算时，债要还，股不用还，而 AT1 介于股债之间，先还债，有剩余的钱再还 AT1。而瑞信并购过程中，AT1 先于股权资产“清零”的做法，有违一般的偿债顺序，引发市场消极反应，并有向其他银行蔓延的态势。

3 月 24 日，德意志银行（德银）的 AT1 债券和股票均遭遇较为严重的抛售，AT1 债券价格从月初的 95 美分跌至约 70 美分，股票盘中一度跌超 14%，CDS 从 22 日的 142 个基点飙升至 24 日的 208 个基点。与此同时，德银拥有 168 亿欧元的美国 CRE（商业地产）投资组合，市场担忧美国商业地产市场景气度下行，较大的商业地产贷款敞口会为



德银带来风险。与瑞信相似的市场表现，叠加商业地产贷款敞口，使得德意志银行成为新一轮市场关注焦点，欧美银行的风波可能还在演绎。

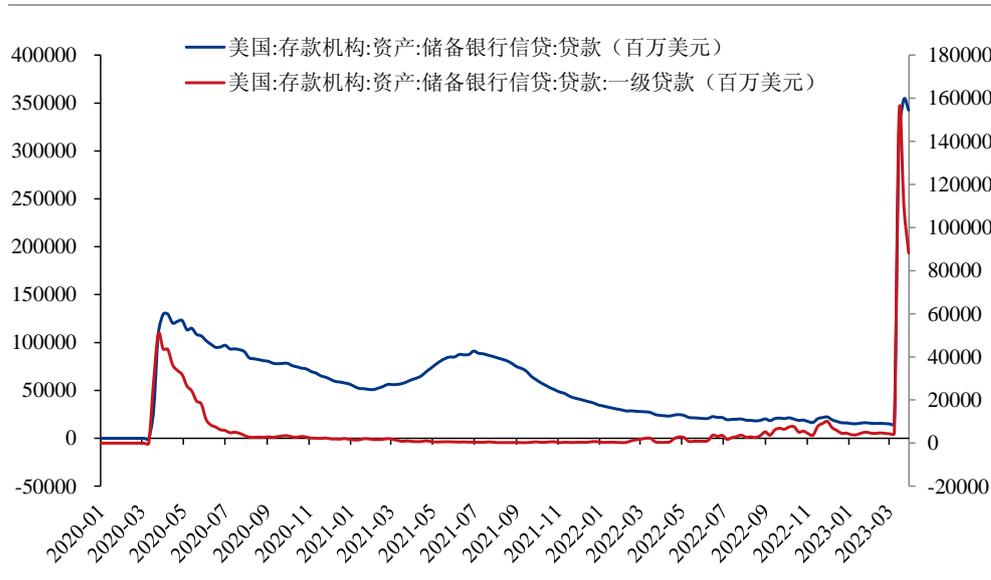
### （三）当前欧美银行业危机暂时缓和，但风险仍存

美联储贴现窗口借款冲高后回落。欧美银行危机导致美国部分银行，尤其小型银行面临较大的流动性压力，需要从央行的贴现窗口中获得贷款，因此这一数值在3月10日后的两周激增，目前已逐步企稳。

银行间市场流动性边际趋缓。FRA-OIS 利差是3个月期 Libor 和隔夜利率互换之间的差额，息差扩大反映了银行间借贷成本上升，流动性收紧。硅谷银行事件后，FRA-OIS 利差明显扩大，飙升至 41.5bps，3月底已收窄至 35bps。

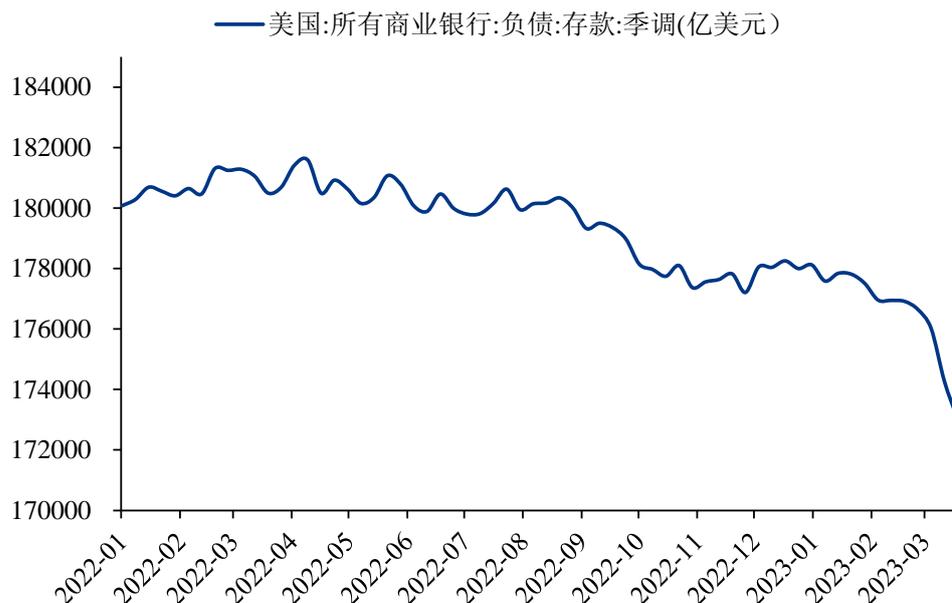
但需注意的是，美国存款流失的情况还未完全缓解，引发流动性风险的因素仍在。

图表6：美联储贴现窗口借款冲高后逐渐回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：美国商业银行存款还在持续流失



资料来源: Wind、粤开证券研究院

## 二、潜在的海外金融风险

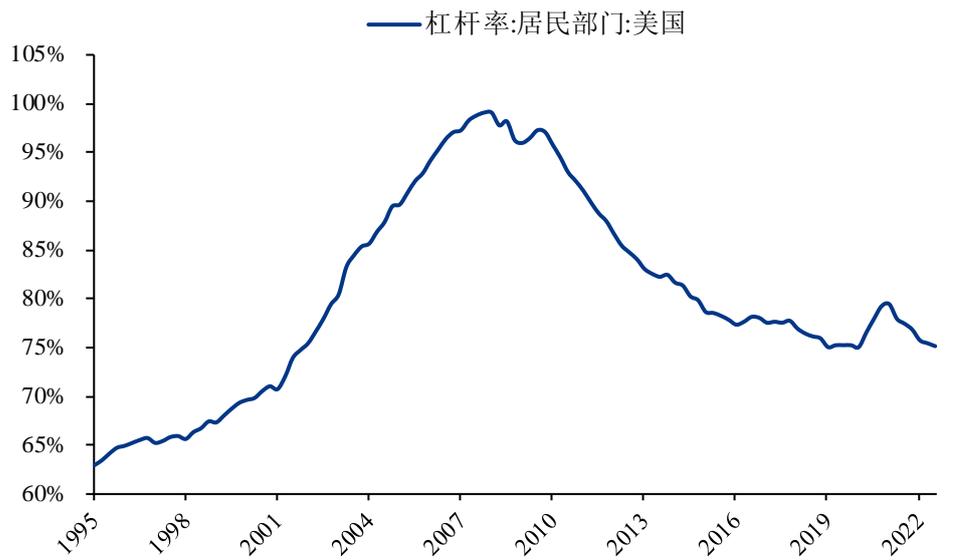
海外金融风险并非仅局限于上述已爆发的欧美银行业危机，还存在诸多其他隐忧，例如美国商业地产贷款的违约风险、新兴市场经济体面临的全球美元流动性风险等。这些风险虽尚未完全显露，但已隐有苗头，一旦真正爆发，将对全球经济金融稳定造成严重冲击。

### (一) 美国商业地产贷款的违约风险

十次危机九次地产，房地产部门经常成为金融风险的策源地，例如 2008 年国际金融危机便源于美国楼市的次级贷款和衍生品泡沫。但与上次危机不同，本轮美国房地产市场风险并不在于居民住宅按揭贷款，而是商业地产贷款。

在经历次贷危机的惨痛教训之后，美国监管机构、金融机构以及居民部门对于住宅按揭贷款都更加审慎。2022 年三季度美国居民部门杠杆率为 75.2%，远低于次贷危机时高点的 99.1%。房屋空置率以及因房贷违约而导致购房者丧失住房赎回权案例的数量，当前也都处于历史低位（2020 年数据大幅下降主因疫情期间的临时性政策扶助），表明居民住宅按揭贷款质量较高。此外，存量的按揭贷款以固定利率为主，因此居民的还贷负担也不会因美联储加息而变重。

图表8：当前美国居民部门杠杆率远低于次贷危机时期水平



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表9：当前美国房屋空置率与房贷违约率均处于历史低位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

然而，美国商业地产贷款却会受到美联储收紧货币政策的严重冲击。与普通的住宅按揭贷款不同，商业地产贷款期限更短，通常为 5-20 年，且存在较为特殊的还款安排。例如，一笔商业地产贷款的期限是 7 年，但每月的还贷金额却是按 30 年分期来计算的，待到 7 年后，借款人需要一次性偿付剩余的贷款。这就导致商业地产贷款严重依赖再融资，一旦再融资出现困难，便可能发生违约风险。当下便蕴藏着这样的风险。

**其一，美联储加息，商业地产现金流恶化。**一方面，货币政策收紧加剧经济下行压力，推升办公楼等的空置率，商业地产收入减少；另一方面，商业地产贷款在再融资时将面临更高的贷款利率，导致利息支出增加。利息覆盖率下降，贷款违约风险上升。

**其二，利率上升，商业地产估值下降。**为了保障贷款安全，银行通常会在贷款规模与抵押品价值之间设置一个固定的比例，即贷款价值比（LTV ratio）。一旦抵押品的估值缩水，银行便会要求借款人补充抵押品或提前还款；若借款人需要再融资，则融资规模也将按比例减少。借款人资金链紧张，推高贷款违约风险。

**其三，中小银行流动性紧张，商业地产再融资难度加大。**中小银行是商业地产贷款的主要发放机构，占比近 70%。美联储收紧货币政策以及近期爆发的银行业危机，加剧了中小银行的流动性紧张程度，进而限制了其放贷能力和意愿。而商业地产贷款又极度依赖再融资，再融资难度上升将加大贷款违约风险。

**更糟糕的是，美国商业地产贷款违约可能与中小银行破产形成恶性循环。**一方面，中小银行是商业地产贷款的主要来源；另一方面，商业地产贷款在中小银行中形成巨大的风险敞口。于是便会形成“商业地产贷款违约→中小银行破产→商业地产再融资更加困难→更多商业地产贷款违约→更多中小银行破产”的风险传染链条。而银行破产风险的救助难度和成本，将远远高于近期已基本完成处置的美国银行流动性风险，后者只需央行及时发挥最后贷款人的职能，向风险银行注入流动性、阻断挤兑风潮即可；而前者还涉及银行的破产清算、对储户的存款赔付、防止银行破产引发交易对手方的连锁倒闭等，最终需要财政买单。因此，银行破产风险对实体经济和金融体系的破坏性要更为严重。

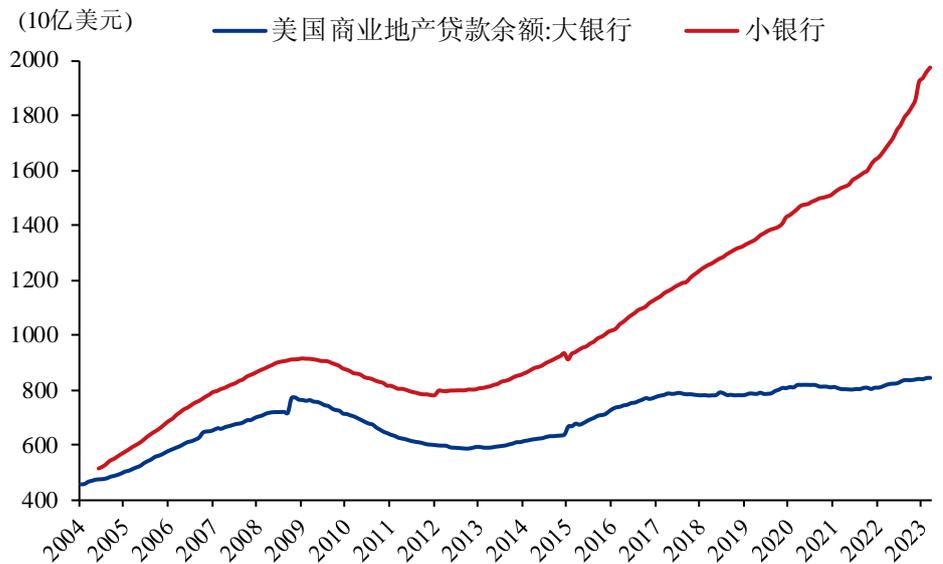


图表10: 美联储加息以来, 多户型公寓(商业地产的一种)的投资价值快速下降



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表11: 美国小银行的商业地产贷款规模远高于大银行



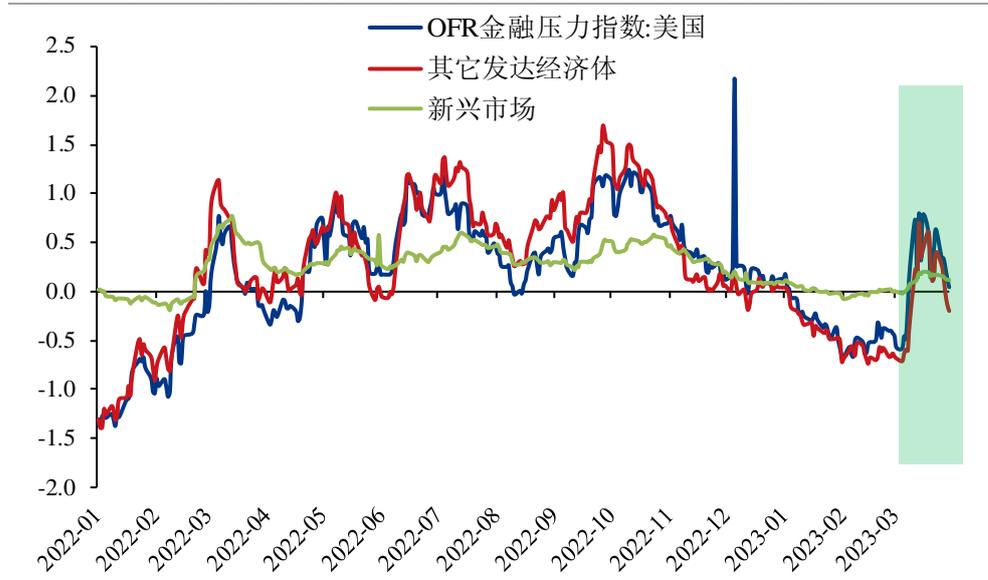
资料来源: FRED、粤开证券研究院



## （二）新兴市场经济体面临全球美元流动性风险

“美元是我们的货币，却是你们的麻烦。”美国前财政部长约翰·康纳利的这一傲慢言论，几十年来被反复验证。美联储快速加息缩表，除了收紧其国内流动性以外，还会收紧全球美元流动性、可能导致其他经济体爆发危机。例如 3 月以来，欧美爆发小范围的银行业危机，在自身金融条件快速收紧的同时，也加剧了新兴市场经济体的流动性紧张，金融压力指数出现同步抬升。

图表12：欧美金融条件收紧，新兴市场经济体也会出现流动性紧张



资料来源：Wind、粤开证券研究院

美国凭借“美元霸权”地位，向全世界输出美元。美元是国际储备货币、贸易结算货币，美国拥有全球最大的消费市场、最发达的资本市场、极为庞大的离岸美元体系，因此美国能够通过贸易逆差、资本流动、美元融资等方式向其他经济体输出美元流动性。而对于其他经济体而言，一方面存在主动的美元需求，例如需要持有充足的美元以满足进口商品、资本流出的支付需求，维护本币汇率稳定，也需要吸引外商投资发展当地经济、借助美国资本市场和全球美元体系为自身的主权债务和企业部门融资；另一方面也会被迫接收非合意的美元流动性，例如热钱大规模流入，催生资产价格泡沫，威胁当地的经济金融安全。

当美联储收紧货币政策，美元流向发生逆转，常常会诱发其他经济体爆发经济金融危机，特别是那些经济基本面和金融体系较为脆弱的新兴市场经济体。

一是经常账户恶化。欧美经济体为抑制自身高企的通胀，不得不持续加息，引发全球需求下行。美国、欧元区、日本的制造业 PMI 连续多月落于收缩区间，相应地，中国出口自 2022 年四季度以来连续负增长，1-2 月同比-6.8%，韩国 1 月-16%、2 月-7%，越南 1-2 月累计-10%。4 月 2 日，OPEC+宣布联合削减原油产量，一方面可能加重欧美经济体的通胀形势，导致更长时间的加息周期，进一步加大全球经济衰退压力；另一方面会恶化新兴经济体的贸易条件，导致贸易顺差减小或逆差扩大。

二是资本流出压力。资金是逐利的，2020 年欧美经济体为应对疫情冲击而实施了极度宽松的货币政策和大规模财政刺激，投放了天量的流动性并将政策利率降至零附近，于是部分资金流向新兴市场经济体以谋求更高收益。但是随着 2022 年欧美经济体为抑制



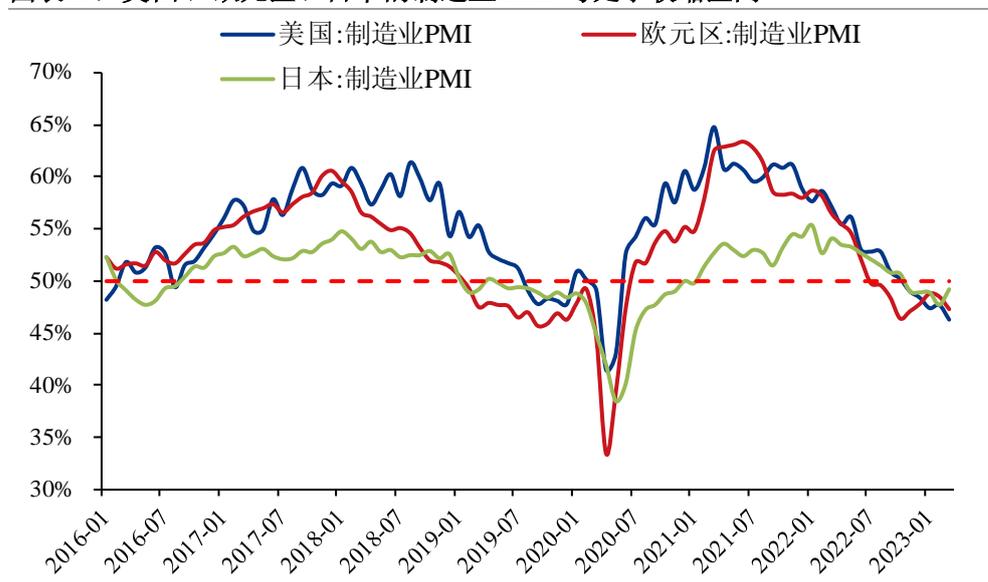
通胀而快速加息，资金开始回流，导致新兴市场经济体面临资本流出和汇率贬值等压力。

**三是海外融资困难。**此前由于美元流动性充裕且融资成本较低，使得部分新兴市场经济体的主权债务以及私人部门融资大量依赖欧美资本市场或美元贷款。而随着美联储收紧货币政策，美元融资成本和难度大幅上升，新兴市场经济体将面临外债的偿付和再融资压力。

**四是国内信贷收紧。**美元流动性收紧，不仅会加大新兴市场经济体的海外融资难度，还会导致其国内信贷收紧。一方面，新兴市场经济体经常账户恶化叠加资本外流，外汇占款减少，基础货币收缩，会限制国内商业银行的信贷投放能力；另一方面，新兴市场经济体为防止资本外流和维护汇率稳定，可能被迫跟随美联储加息，进而引发国内信贷紧缩。

一旦上述风险传染渠道相互叠加强化，将对新兴市场经济体的经济金融稳定造成严重冲击，典型案例有 1997 年东南亚金融风暴、1980 年代拉美债务危机等。

图表13：美国、欧元区、日本的制造业 PMI 均处于收缩区间



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表14：越南利率跟随美国利率上升，但越南盾汇率却仍大幅贬值



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、海外金融风险对中国的影响

**海外金融风险主要通过两条传导渠道影响中国：**一是资本市场的情绪传染，海外金融市场动荡，会加剧国内的避险情绪，导致国内资产价格波动；二是国际贸易渠道，海外金融风险导致全球需求下行，出口下滑拖累中国经济增长，当前外贸下行压力已有显现。2008年国际金融危机时期，中国受到的冲击也主要是这两点。

综合来看，海外金融风险对中国的影响总体可控。

**第一，中美经济周期错位，中国经济处于稳步恢复当中，美国经济则由滞胀转向衰退。**虽然全球需求下行对中国出口造成较大影响，但国内消费和投资需求恢复有效对冲了外需下滑，内循环发挥更大作用。中国经济的光明增长前景仍在吸引外资流入。

**第二，中国私人部门的海外融资风险已经缓释。**近几年中，在美国政府的无理打压下，中概股已经历了一轮充分的调整；国内房企债务风险暴露后，中资美元债也已基本调整完毕。因此当前中国海外融资的风险敞口相对较小，能够更从容地应对全球美元流动性收紧。

**第三，货币政策以我为主，国内金融体系能够更好地服务实体经济。**我国资本账户尚未完全开放，且当前人民币汇率在合理区间内运行，货币政策具有更大的自主空间。货币政策应保持信贷投放节奏平稳、总量适度，降低实体融资成本；同时运用结构性货币政策工具，继续对普惠小微、绿色金融、科技创新等领域保持有力的支持力度。

此外，美国滥用“美元霸权”地位，削弱了其他国家对美元的信心；多国已逐步开启“去美元化”，为加快人民币国际化进程提供了机遇。

**一是全球央行增持黄金，美元储备货币地位下降。**2008年国际金融危机以来，全球央行开始持续增持黄金，因为美联储和欧央行开启量化宽松，美元和欧元作为外汇储备的吸引力大幅下降。2022年央行购金规模更是高达1135.7吨，创近年来新高，主因俄乌冲突爆发后，欧美对俄罗斯实施严厉的金融制裁，使得其他国家开始担忧自身储备资产

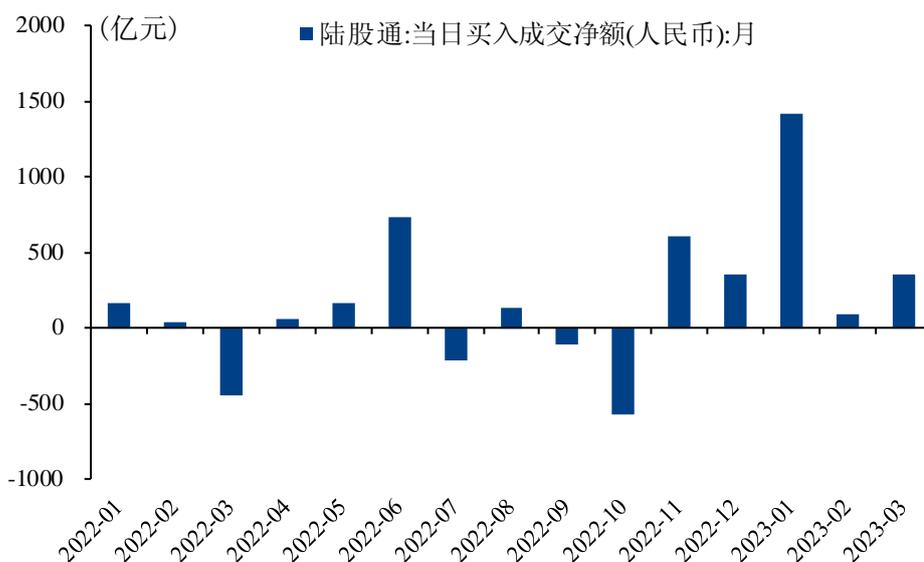


的安全性。

二是多国在双边贸易中引入新的结算货币，美元结算货币地位下降。例如4月1日，印度外交部表示印度和马来西亚之间的贸易可以用印度卢比来结算；《欧洲时报》称，目前已有俄罗斯、伊朗、阿联酋、沙特、委内瑞拉、土耳其、印尼等30多个国家正逐渐在贸易结算或投资中转向使用人民币。

当然，人民币国际化进程并非一蹴而就，美元霸权地位也仍将持续很长时间。中国应做好自己的事，集中精力谋发展。你若盛开，蝴蝶自来，人民币资产的吸引力上升了，人民币国际化自然也是水到渠成。

图表15：2022年11月以来，陆股通持续净流入



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表16：2022年全球央行购金规模创近年来新高



资料来源：Wind、粤开证券研究院



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)