

美联储洞察系列（二）

硅谷银行事件后，美联储和市场怎么走

相关研究报告

美联储洞察系列（一）：再论美联储如何走

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **当前美国经济最像历史上的哪一年？** 2019 年、以及 2006-07 年的参考意义或有限。我们认为，当下相对更值得参考的历史时期是 1980 年代：美国通胀高企、经济或将步入美联储人为“制造”的衰退中。
- **如何判断本轮美国衰退和复苏时点？** 我们维持“美联储需要制造衰退”的观点。我们目前判断，美国衰退可能始于 2023 年三季度、终于 2024 年上半年。预计到今年三季度，美国实际 GDP 增速可能已连续两个季度环比负增、同比也可能开始负增，失业率也开始步入上升通道，这些条件或将符合 NBER 的衰退定义。
- **美联储如何平衡通胀压力与金融风险？** 我们认为美联储反通胀目标不会改变，政策路径难以大幅调整，仍会争取在年内加息至 5% 以上的“充分限制性”水平。美国银行业冲击短期仍在发酵，但预计不会持续太久。待风险平息后，美联储未必会如市场期盼的那样放弃紧缩；恰恰相反，美联储可能需要释放更多“鹰派”信号来弥补失去的进展。
- **如何看待美欧加息的差异？** 我们预计欧央行短期加息节奏会超过美联储，但终端利率水平更低、维持终端利率的时间更长。对比美国，欧元区通胀形势更严峻，且欧央行是“单目标”（物价稳定）制，理应采取更大力度紧缩。但欧央行需要照顾“短板”（脆弱国家），加息高度受到束缚。这也意味着，欧元区通胀反复风险更大。
- **10 年美债利率会再破 4.1% 吗？** 我们认为难度很大：第一，硅谷银行事件后，“加快加息”预期已被打破；第二，随着衰退信号渐显，通胀预期易降难升；第三，即便美联储“放鹰”，衰退和金融风险担忧也会限制美债利率的涨幅。在 3 月 7-8 日鲍威尔国会讲话的“压力测试”中，市场加息预期升温、美债实际利率上行，但经济衰退预期更加浓厚、美债通胀预期大幅降温，最终使 10 年美债名义利率不升反降。
- **美元指数会再破 110 吗？** 我们认为难度也很大：第一，美欧和美日国债利差已经收敛，未来走阔难度较大；第二，欧日经济金融不确定性降低。市场对顺利过冬后的欧洲能源形势更为乐观，新行长上任后日本金融市场更加平静，一度浓厚的避险需求不再。第三，美元单边看涨情绪降温。ICE 美元指数非商业净多头数量已由 2022 年的 3.5 万张左右，下降至 1.2 万张左右。
- **风险提示：** 美国经济和通胀超预期，美联储政策超预期，国际金融风险超预期，国际地缘形势超预期等。

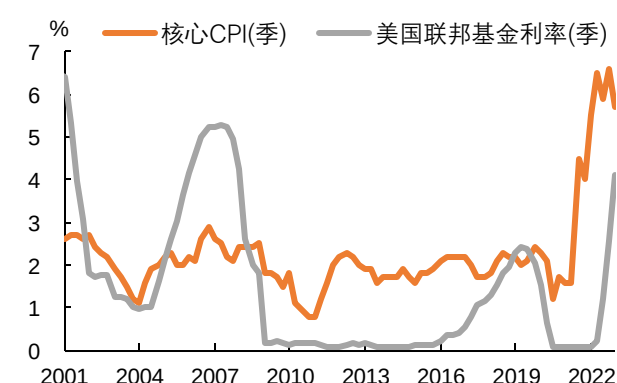
当前美欧经济正处“衰退”前夕，市场关注点仍是如何“着陆”、何时“着陆”。年初美国经济数据偏强，但近期金融风险冒头，加大了市场对于美联储政策路径的分歧，甚至引发美联储能否默许美国通胀中枢长期抬升的思考；在美联储阶段性“转鹰”后，美债利率和美元指数回升，也令市场关注其反弹的高度，以及会否升破 2022 年四季度的前期高点。

我们认为，美国经济衰退或推迟至下半年，但不会缺席；美联储需要人为“制造衰退”，类似 1980 年代保罗·沃尔克铁腕抗击通胀时期。美国政府和美联储难以容忍通胀超调，近期美国银行体系冲击难以大幅改变美联储紧缩路径，反而有可能拖长其抗击通胀的“战线”。在美国衰退的大方向下，10 年美债利率和美元指数升破前高的难度较大。

1、当前美国经济最像历史上的哪一年？

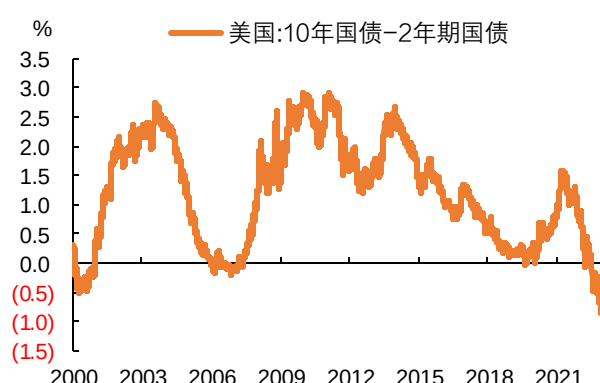
美国最近两轮衰退前期（2019 年、2006-07 年）的参考意义或有限。美国经济研究局（NBER）定义的最近的两次美国经济衰退分别在 2020 年（新冠危机）和 2008-09 年（次贷危机）。有观点认为，当前美国经济可能像 2019 年，彼时美国经济放缓但仍有一定韧性，美联储停止加息、维持缩表。也有观点认为，2006-07 年的美国经济和政策环境可以参考，因当时货币政策终端利率水平（5.25%）与本轮相近。我们认为，上述两段时期对本轮美国经济和政策的参考意义有限。与之相比，当前美国经济的特殊之处在于，通胀明显更高，经济将逐渐步入美联储刻意“制造”的衰退中。在此背景下，美国经济衰退的确定性更强，市场对于衰退的预期也会较早、较充分地计入。本轮 10 年与 2 年美债利差倒挂的程度明显较 2019 年和 2006-07 年更深就是一例。另外，相比经济周期，通胀形势与货币政策走向在资产定价中获奖扮演更关键的角色。

图表1 当前美国通胀压力远高于前两轮紧缩周期



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 当前美债期限利差倒挂更深、衰退担忧更浓



资料来源：Wind, 平安证券研究所

我们认为，当前更值得参考的历史时期是 1980 年代。彼时美国经济也面临高通胀问题，且通胀也都源于供给冲击和政策宽松，货币政策不得不强力紧缩，以“制造衰退”为代价驯服通胀。我们在前期报告《美国“大滞胀”再思考——兼论对当前大类资产配置启示》中，对 1970-80 年代美国的通胀和美联储政策逻辑的演变进行了详细梳理，并总结了大类资产定价的规律。我们发现，在 1980 年后的“沃尔克时代”，也就是当美联储“制造”衰退时，资产价格走势有很强特点：1）美债利率定价主要基于货币政策而不是经济表现，尤其当美国经济已经开始衰退时，若货币政策仍然紧缩（维持更长时间防止通胀反复），10 年美债利率将处高位；2）美股走势与通胀形势紧密相关，每当通胀回落时标普 500 指数都会阶段性反弹；在美联储制造的衰退中，美股跌幅不深、反弹却很强劲。我们理解，美联储若能确保物价稳定，即便制造了衰退，股市也会因中期经济确定性更强而表现积极；3）美元指数在 1981-84 年持续走强，反应滞后于美债利率；4）黄金价格在 1980 年代的波动中枢高于 1979 年以前水平，主要原因在于通胀预期仍保持在较高水平，“偏高”的 10 年美债利率也体现了这一点。

最后，我们也想提示“历史对比”方法的局限性。本轮美国通胀创下 1980 年代以来新高，这使得 1980 年代以后经济周期的参考性下降。1970-80 年代相当久远，美国经济环境在近半个世纪以来发生了复杂变化。与 1970-80 年代相比，当前美国经济潜在增速更低、能源自给能力更强、全球化程度更深等。此外，近期硅谷银行事件也令市场更加关注 2006-08 年次贷危机时期，甚至诸如“次贷危机再度来袭”的危言耸听。但次贷危机后，随着《多德-弗兰克法案》《巴塞尔协议 III》等金融监

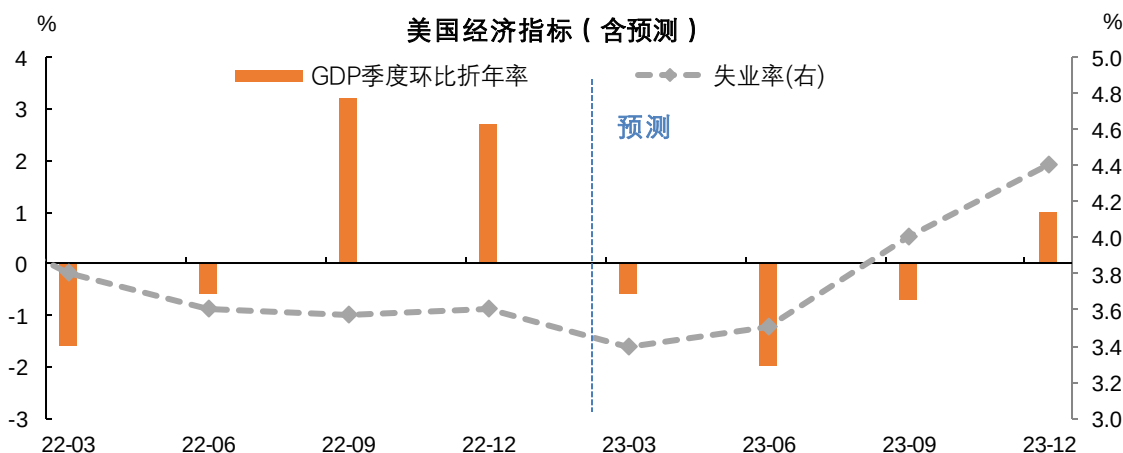
管法案实施，加上美联储持续的压力测试与风险监测，美国银行体系的韧性明显增强。另外，考虑到美联储更为丰富的救市经验，当前市场对于新一轮“金融危机”的判断也需要更加谨慎。总之，在“以史为鉴”时，需要全面思考时过境迁的影响，不宜简单照搬当时的经济、政策和市场规律。

2、如何判断本轮美国衰退和复苏时点？

我们维持“美联储需要制造衰退”的观点。首先，经济对加息的反应存在滞后性。随着美国政策利率逼近 5% 的“充分限制性水平”，虽然年初美国消费、就业等数据仍然偏强，但过去半年房地产等利率敏感型行业已经明显降温，我们可能需要更多耐心去“等待”偏滞后的经济指标回落。其次，“软着陆”和“抗通胀”总是矛盾的。我们强调，美国通胀进一步回落的必要条件应是“需求驱动型通胀”明显降温，这意味着（无论是否需要美联储进一步助推）美国经济“需要”一场程度不弱的衰退。因此，本轮美国经济可能最终难以避免衰退，但较有争议的是衰退的节点。

我们目前判断，美国衰退可能始于 2023 年三季度、终于 2024 年上半年。今年一季度，各项经济数据显示，美国经济仍能保持较强韧性。到二季度，随着美联储继续加息，美国经济有望加速放缓，但就业市场的反应可能仍然滞后；到三季度，美国实际 GDP 增速可能已连续两个季度环比负增、同比也可能开始负增，失业率或许开始步入上升通道，这些条件将较符合 NBER 的衰退定义。在看到美国经济开始步入衰退的信号后，美联储停止加息，金融市场逐渐回暖。到四季度，美国经济环比跌幅可能收窄，但同比跌幅可能加深，经济仍处衰退之中。2024 上半年，美国通胀或将明显缓和，美联储可能开启降息，助力美国经济步入复苏。上述是我们认为可能性最高情形。但正如美国财政部前部长劳伦斯·萨莫斯所言，美国经济和通胀的演化仍有高度不确定性，衰退节点有可能再推迟，但大概率不会“缺席”。

图表3 预计到 2023 年三季度，美国经济进入“技术性衰退”，且失业率开始上升



资料来源: Wind, 美国咨商会 (2023.2.15), 平安证券研究所

3、美联储如何平衡通胀风险与金融风险？

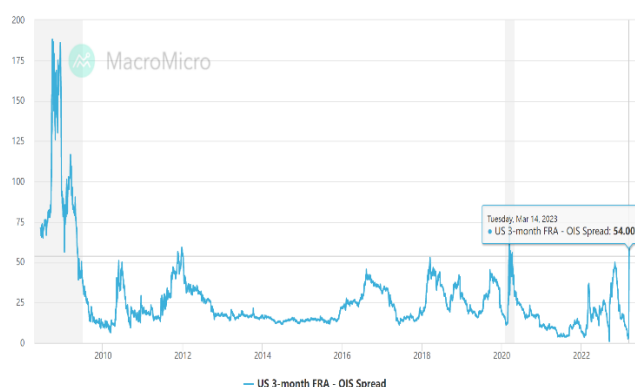
有观点认为，既然高通胀似乎没有给美国经济带来明显伤害，美国政府和美联储是否可以漠视通胀高企的问题？硅谷银行事件爆发后，美联储会否为平衡金融风险而改变紧缩路径，选择尽快停止加息甚至降息？我们认为，美联储反通胀的目标不会改变，政策路径难以大幅调整，仍会争取在年内加息至 5% 以上的“充分限制性”水平。

第一，美国政府和美联储均难容忍通胀长期超调。2000-2019 年，美国实际 GDP 季度同比增速平均为 2.1%，PCE 物价同比平均为 1.9%。但 2022 年一季度以来，美国 PCE 通胀率持续高于实际 GDP 同比增速 3-5 个百分点。短期来看，高通胀会侵蚀居民的实际消费能力与消费信心；中长期看，即便工资增速抬升并与通胀率基本匹配，较高的通胀水平也会带来隐患。高通胀下的高利率亦会显著增大美国金融体系压力，硅谷银行因持有债券价格下挫而引发流动性危机就是新近例子。

第二，美国银行业冲击短期仍在发酵，但预计不会持续太久。在硅谷银行倒闭、美联储和美国财政部宣布救助储户后，3月13日美国银行股仍然大跌，美债利率跳水，市场恐慌情绪仍存。首先，市场对类似（尤其资产端持有国债比例较大的）中小银行仍有担忧；其次，在美联储“不救银行”的背景下，银行股东和债券持有人仍处恐慌之中；再次，部分储户对于政策救助并未完全“买账”，挤兑压力并未完全消除；最后，美联储紧缩带来的宏观压力没有根本缓解，市场进一步关注美债收益率曲线倒挂的风险。此外，一些银行压力指标已经达到“危机”水平，FRA-OIS利差升至2020年初“美元融资荒”时期水平。未来，美联储和美国政府或需进一步采取行动来阻断恐慌传导。不过，当前美国大型银行仍然稳健，系统性风险可控，且伴随着美联储的迅速行动，美债利率回落，中小银行因持有国债而出现的账面浮亏问题也将得以缓解，我们预计本次银行危机不会持续太久。

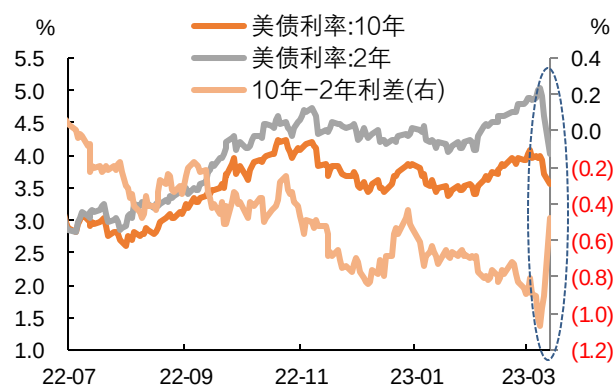
第三，不要低估美联储的政策定力，本轮银行危机解除后会延续紧缩路径。目前的金融风险是短期的、大概率可化解的问题，而通胀超调是中期的、更难解决的问题。一方面，美联储短期应致力于尽快化解金融风险，除了正在实施的银行定期救助计划（BTFP）外，未来还可能采取的其他行动（不排除3月暂停加息一次）。但另一方面，这些“救市”行动将使美债利率大幅回落，金融条件快速转松，意味着美联储抗击通胀的努力被部分抵消。因此，待本次银行危机解除后，美联储将不得不继续加息，使金融条件重回紧张，以完成遏制通胀的核心目标。从这个意义上看，本次银行危机后，美联储未必会如市场所期盼的那样放弃紧缩。恰恰相反，其紧缩“战线”可能被拉长，且不排除其需要释放更多“鹰派”信号来弥补失去的进展。

图表4 美国3个月FRA-OIS利差跃升



资料来源：MacroMicro, 平安证券研究所

图表5 近期美债利率回落、期限利差倒挂缓解



资料来源：Wind, 平安证券研究所

4、如何看待美欧加息的差异？

截至3月初，市场主流预期是：美联储或加息至5%以上，年末仍有可能降息；欧央行或加息至4%以上，但年内不会降息。硅谷银行事件爆发后，截至3月13日，市场预计美联储可能加息25BP或不加息，预计欧央行加息50BP的概率下降至40%。我们从三个维度讨论美欧货币政策差异：3月加息幅度、终端利率、以及终端利率持续的时间。

第一，预计欧央行3月或仍坚持加息50BP。硅谷银行事件爆发后，市场预期美联储紧缩政策将明显受到掣肘，美欧加息预期均出现降温。但与美国相比：一是欧元区并未处于本次银行风波的核心（即便部分欧洲商业银行也受到一定牵连）；二是欧元区通胀压力更大、紧缩必要性更高；三是欧央行此前对于3月加息50BP的决策十分笃定，预期引导充足。我们认为，欧央行在3月16日会议中仍可能坚持加息50BP。相比之下，美联储在3月22日会议中加息幅度存在变数，更需要视银行风险化解情况而定，可能加息25BP或暂停加息。

第二，预计欧央行终端利率将低于美联储、维持终端利率的时间可能更长。对比美国，欧元区不同之处在于：一方面，目前通胀形势更严峻，且欧央行是“单目标”（物价稳定）制，相比美联储的“双目标”制，欧央行理应更加重视物价稳定，理应采取更大力度的紧缩措施来遏制通胀。另一方面，欧元区成员国经济基本面参差不齐，货币政策需要照顾“短板”，对于加息引发的脆弱成员国债务压力凸显、金融市场波动和经济下行风险等，均需更加警惕。这也意味着，欧央行加息高度可能受

限。但由于其加息晚、终点低，维持高利率的时间可能需要更久。继而，欧央行降息节点可能需要晚于美联储，才能起到遏制通胀的效果。

在此背景下，欧元区经济和市场的确定性更大，需警惕欧元资产的波动。目前，由于欧元区在去年冬季顺利避免“能源危机”，加上经济对加息的影响存在时滞，欧元区市场暂时处于“强预期”、“强现实”的环境中，欧元资产反弹力度较强。但与此同时，欧央行加息力度较弱，意味着通胀反复的风险更大。若是，则欧央行可能维持高利率（“限制性水平”）更长时间，甚至被迫加码紧缩，这意味着一场衰退终将难免，只不过节点可能晚于美国而已。

图表6 美联储和欧央行加息路径比较

