

2023年3月20日

宏观经济双周报

欧美银行业事件发酵，全球央行决策面临短期压力

Liu Beite

(852) 3550 6859

albert.liu@gisf.hk

1 两周市场回顾

1.1 金融市场数据：

1) 股票市场

美国标普 500 指数两周下跌 3.19%，3 月 17 日收盘价 3916.64；
美国道琼斯指数两周下跌 4.58%，3 月 17 日收盘价 31861.98；
美国纳斯达克指数两周下跌 0.5%，3 月 17 日收盘价 11630.51；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 5.35%，3 月 17 日收盘价 4064.99；
中国上证指数两周下跌 2.34%，3 月 17 日收盘价 3250.55；
香港恒生指数两周下跌 5.10%，3 月 17 日收盘价 19518.59；
日经 225 指数两周下跌 2.13%，3 月 17 日收盘价 27333.79；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 7.15%，3 月 17 日收盘价 1989.25；
WTI 原油指数两周下跌 16.24%，3 月 17 日收盘价 66.74；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.78%，3 月 17 日收盘价 103.708；
港币汇率两周下跌 0.01%，3 月 17 日收盘价 7.8494；
波罗的海干散货指数两周上涨 26.75%，3 月 17 日收盘价 1535；
美国十年期国债收益率两周下跌 13.23%，3 月 17 日数值为 3.43%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市普遍下跌，与欧美银行业风险事件直接相关。避险资金涌入黄金和美国国债，黄金价格两周上涨超 7%，十年期美债收益率两周下行超 13%。风险事件与全球央行加息直接相关，市场认为美联储在救助出险银行的同时，也会考虑在三月下旬的议息会议上放缓加息。二月通胀数据符合市场预期水平，为美联储提供政策空间。

2 宏观经济分析

2.1 欧美银行风险事件：央行行动面临短期压力

近两周欧美银行风险事件开始发酵，银行业在流动性宽松时期将资金配置在固定收益资产上，当全球央行普遍提高利率后，固定收益资产出现减值。财政政策的超额储蓄不断被消耗，客户的取款需求增长，最终使得银行不得不提前卖出亏损的固定收益资产，以便减少流动性压力。中小银行对利率风险和流动性风险更加敏感，成为本次银行风险事件的主体。

银行风险事件发生后，资金出于避险目的，开始大量买入短期美国国债，推高美债价格并使短期美债收益率快速下行。以两年期美债为例，两周内收益率由超过 5% 下行到低于 4%，下行速度与 2020 年 2 月美联储降息时期类似（详见图 1）。相比之下长端收益率虽然同样下行，但整体幅度相对更小。长短期美债收益率倒挂的情况明显缓解。

图 1 两年期美债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

中小银行面临的此次风险与美联储快速加息直接相关。从美联储基准利率的走势分析，2022 年以来的加息速度为最近四十年最高（详见图 2），并明显超出 2008 年全球金融危机前的加息水平。除去加息导致的固定收益资产减值外，高利率水平还会导致银行在负债端的支出增加，市场也担忧在经济受到利率的负面影响后，银行业的盈利能力将放缓。

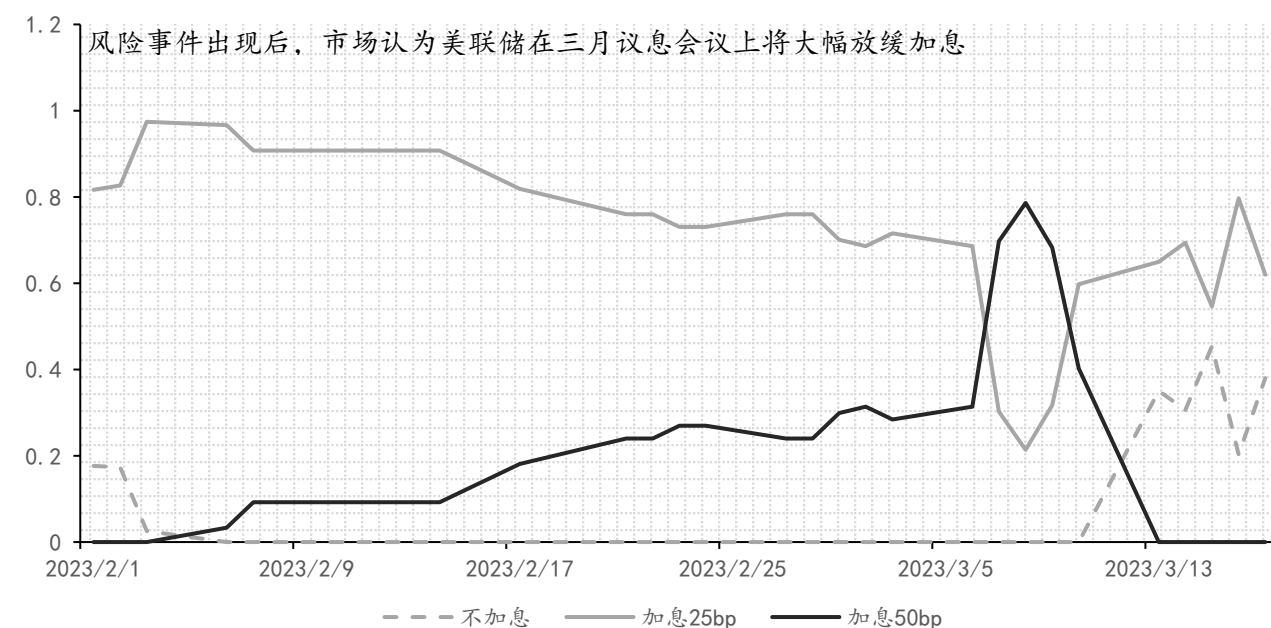
图2 美联储基准利率走势图



资料来源: Bloomberg

本次风险事件修正了市场对美联储三月下旬的议息会议加息幅度的看法。此前鲍威尔表示,可能考虑在后续议息会议中加快紧缩步伐,加息 50 个基点的概率明显提高。在银行业危机发酵后,美联储开始为中小银行提供流动性,市场认为在短期的冲击下,本次议息会议很可能加息 25 个基点,甚至维持基准利率不变(详见图 3)。

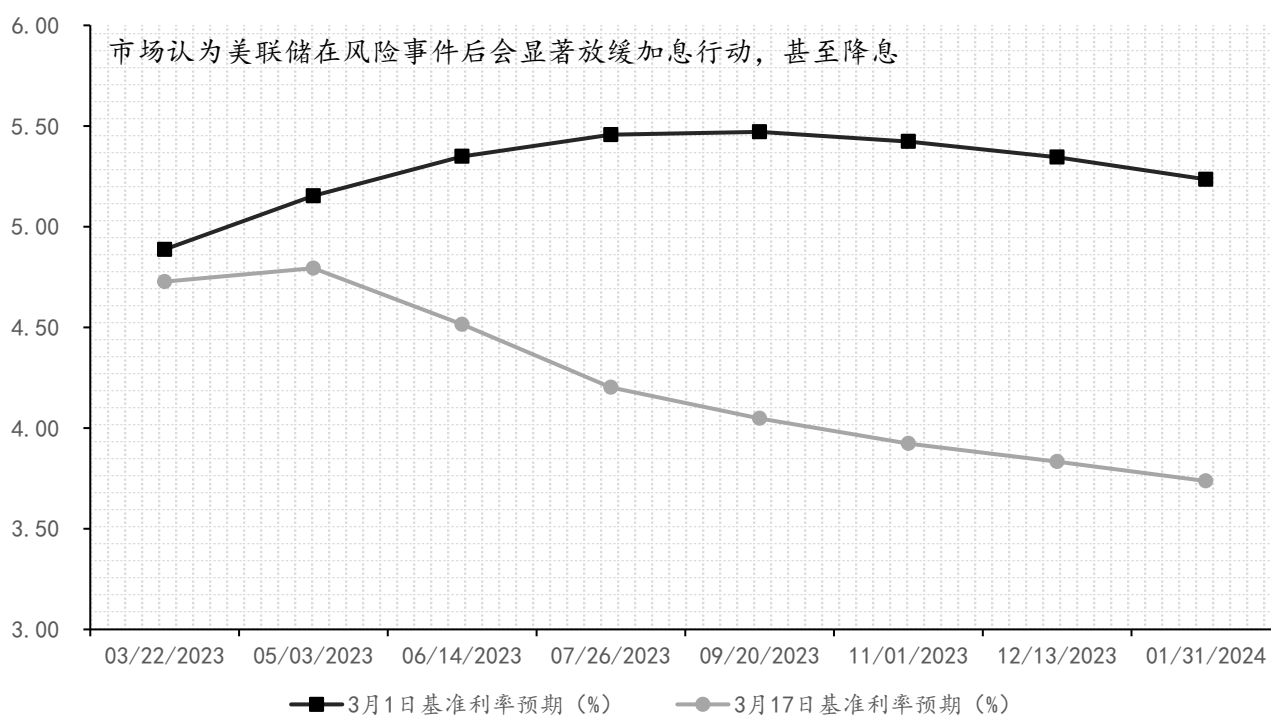
图3 市场对美联储三月议息会议加息预期变化



资料来源: Bloomberg

除去短期加息放缓的预测外，市场还认为本次事件将对美联储的中长期决策构成影响。由于银行业已经在加息环境中展现出脆弱性，美联储会谨慎考虑后续是否提高基准利率。目前市场认为美联储可能在六月的议息会议上考虑降息，全年的降息幅度可能达到 100 个基点（详见图 4）。从美联储分行行长的表述看，市场对本次事件的预期影响可能有些乐观。

图 4 市场对美联储基准利率的预测变化



资料来源：Bloomberg

在风险事件发生后，美联储很快采取行动向中小银行提供流动性支持，并要求大型银行参与风险银行的救助工作，因此当前事件的发酵情况初步得到控制。以美元借贷的远期合约和隔夜拆借利率的差值作为指标 (FRA-OIS 利差)，其反映了未来一段时间内美元借贷成本的变化。当前这一利差水平虽然有所上升，但仍低于 2020 年 2 月（详见图 5）。

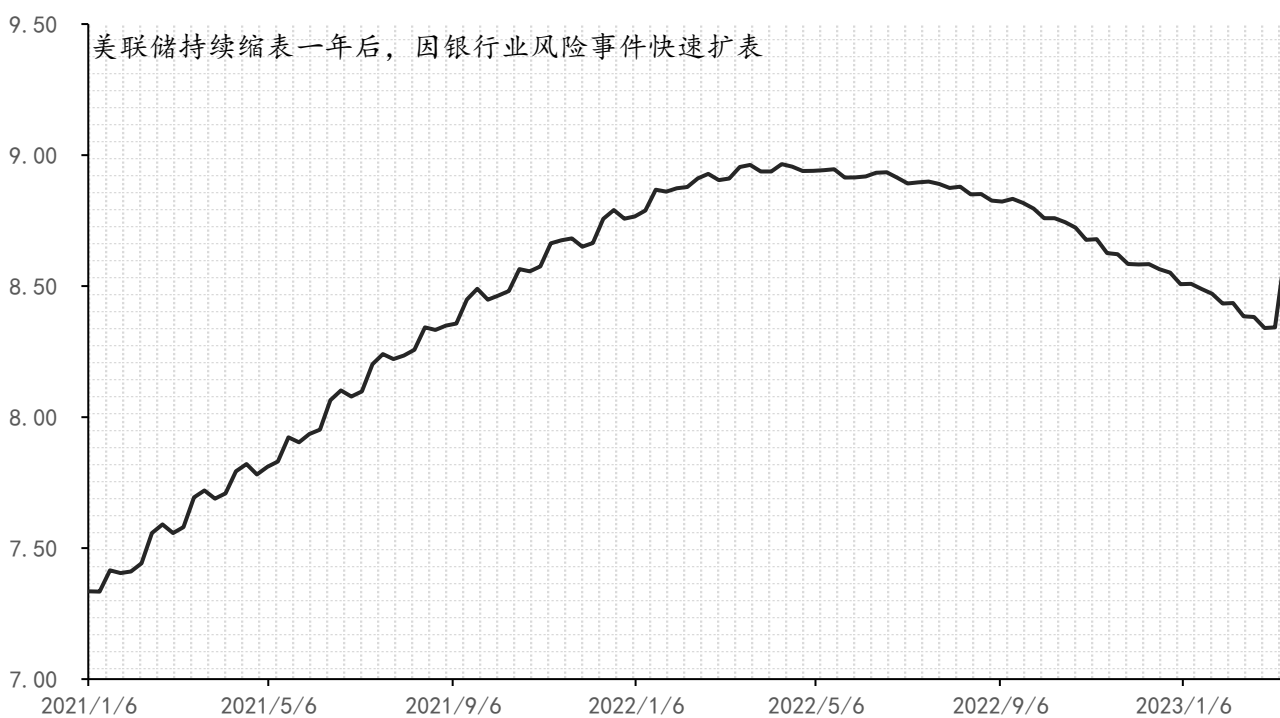
从美联储资产负债规模的变化中，可以看出本次央行对风险事件的介入程度。美联储在一年内通过卖出国债和抵押支持证券将资产负债规模减少约 6000 亿美元，而在近两周内资产负债规模快速反弹，并重新增长超过 3000 亿美元（详见图 6）。从美联储对银行的承诺以及实际的资产负债扩张情况看，中央银行已经认识到加息对银行业造成的较大影响。

图5 FRA-OIS 利差走势图



资料来源：Bloomberg

图6 美联储资产负债规模走势图



资料来源：Bloomberg

2023年3月20日 宏观经济研究

从美联储资产负债表的分项数据看,近期增加的3000亿美元主要来自银行从美联储的借款(银行提供金融资产作为抵押,使资产负债规模扩张),而美联储的证券持有量还在稳定下降(详见图7)。这意味着美联储仍在继续出售长期国债和抵押支持证券,但短期内银行业仍需要大量流动性支持,以便减少加息对流动性的影响。

图7 美联储资产负债表部分分项变化



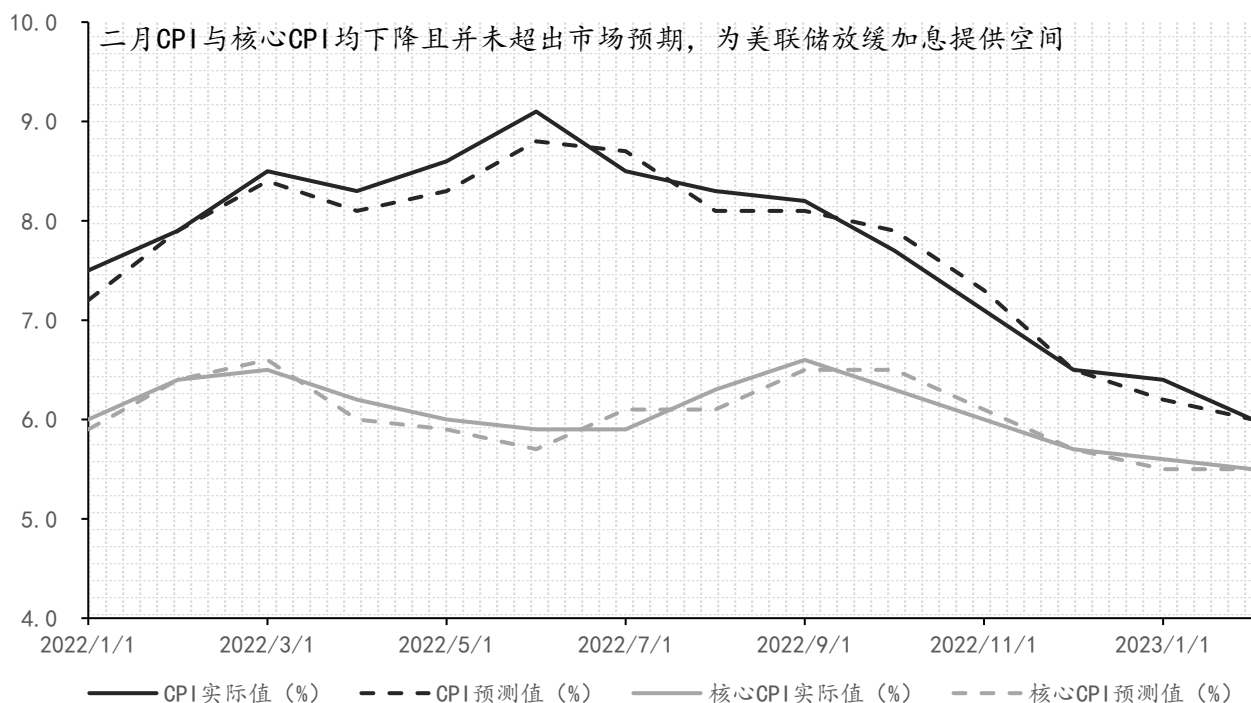
资料来源: Bloomberg

2.2 通胀与货币政策: 欧洲加息 50bp, 中国降准 0.25%

美联储对风险银行的救助政策以及市场对加息放缓的预期,与当前通胀数据逐渐下降直接相关。二月中旬公布的通胀数据显示,CPI与核心CPI均下降且并未超出市场预期,为美联储放缓加息提供空间(详见图8)。市场同样认为,当前放缓加息导致通胀数据止跌回升的概率不大,美联储在考虑短期事件的影响下,很难继续加快紧缩。

从纽约联储对消费者的通胀预期调查分析,在持续的加息作用下消费者一年期通胀预期和三年期通胀预期都出现明显回落(详见图9),通胀失去锚定的可能性较低。在实际通胀数据和消费者的预期都向着正确方向发展的情况下,预计美联储本次议息会议将加息25个基点,并在后续议息会议中会选择逐次缓慢加息。

图8 美国CPI与核心CPI走势图



资料来源: Bloomberg

图9 纽约联储消费者通胀预期变化

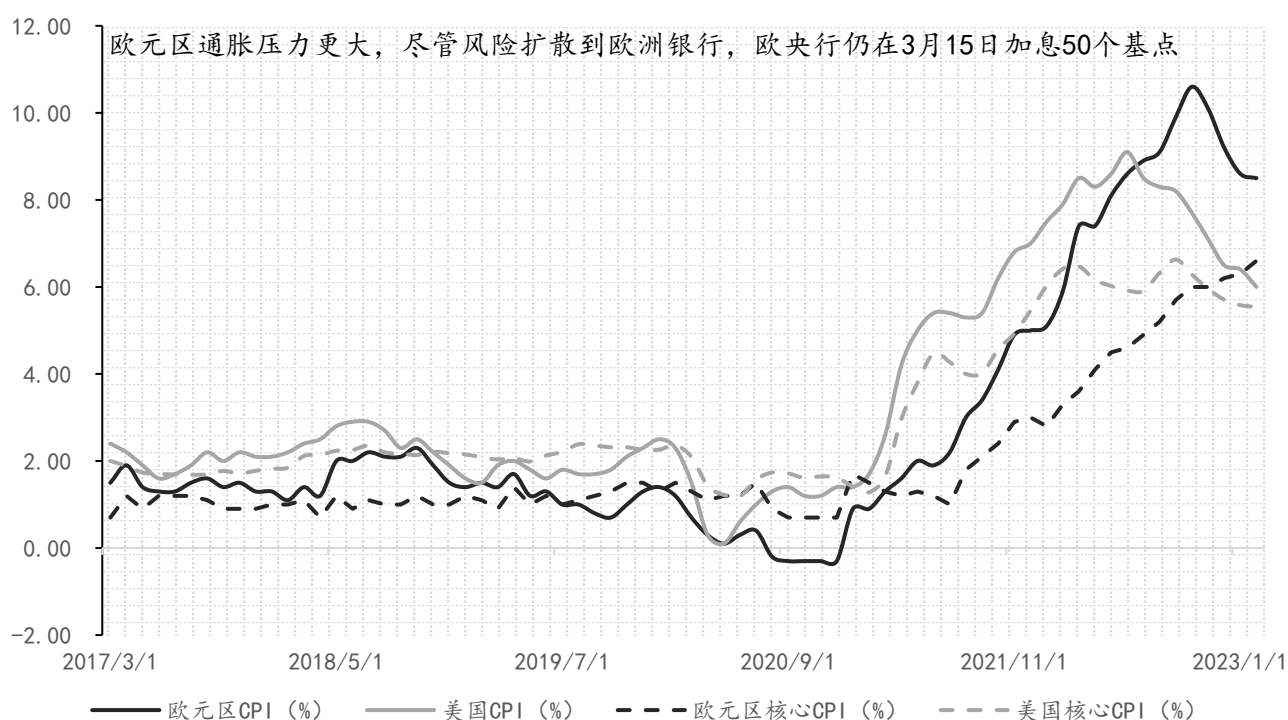


资料来源: New York Federal Reserve

2023年3月20日 宏观经济研究

尽管银行风险事件的影响蔓延到欧洲，欧洲央行在3月15日的议息会议中仍选择加息50个基点，这一行动和欧元区的通胀数据直接相关。从欧元区和美国的通胀数据分析，当前欧洲CPI高于美国CPI，而欧洲核心CPI的走势还在继续向上（详见图10）。欧洲央行多位货币政策委员表示，在本次议息会议后还将继续加息（详见附录1）。

图10 欧洲与美国通胀数据走势图



资料来源：Bloomberg

欧美银行业风险事件的发酵并未影响到中国银行业。从MSCI全球银行业指数和中国银行业指数的走势分析，当前全球银行业上市公司股价下行，但中国银行业价格相对稳定（详见图11）。从中国大型银行的股价变化看，近两周还出现了逐步上行的走势。这可能因为中国当前实施的宽松的货币政策，国债收益率的上行幅度相对较小。

3月17日中国央行宣布降低存款准备金率0.25个百分点，继续释放流动性。本次降准可能与外界流动性紧张有关，也与国内经济发展中流动性逐渐收紧有关。自去年第四季度以来，七天期银行间质押利率（市场利率）正在向七天公开市场操作利率（政策利率）不断靠拢（详见图12），央行选择降准可以为短期货币市场提供更多流动性。

图 11 全球银行业与中国银行业指数走势图



资料来源: Bloomberg

图 12 中国市场利率与政策利率走势图



资料来源: Bloomberg

2023年3月20日 宏观经济研究

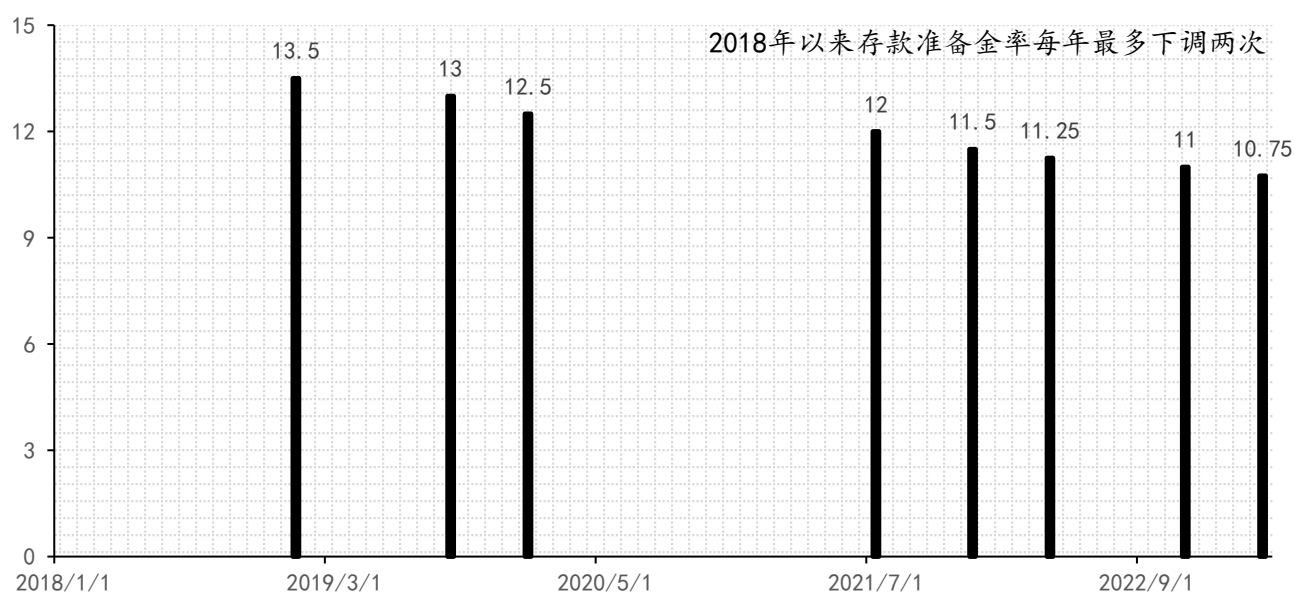
从中国二月通胀数据的变化看，CPI 和核心 CPI 均出现回落，为本次央行降准提供政策空间（详见图 13）。从过去央行降准的行动看，自 2018 年以来央行每年最多下调两次存款准备金率（详见图 14），预计今年下半年央行还可能会继续通过降准的方式释放流动性。

图 13 中国 CPI 与核心 CPI 走势图



资料来源：Bloomberg

图 14 中国存款准备金率走势图



资料来源：Bloomberg

2023年3月20日 宏观经济研究

附录1 欧美央行货币政策表态

美联储货币政策表态：

美联储主席鲍威尔：“最新的经济数据强于预期，表明最终的利率水平可能会高于先前的预测”、“如果整体数据表明有必要加快紧缩速度，美联储准备提高加息步伐”。

美联储三月经济概要 Beige Book：“整体经济活动较 2023 年年初有所提升”、“通胀和劳动力市场都出现了转好迹象，许多地区供应链问题缓解，企业劳动力供应略有改善”。

美联储理事 Bowman：“银行系统仍然坚韧，拥有充裕的资本和流动性”、“美联储将继续密切监控金融市场和整个金融系统的变化”。

里士满联储行长 Barkin：“美联储通过上调利率和缩减资产负债表的方式降低通胀，已经取得了一些进展，但当前通胀率仍远高于 2% 的目标水平，美联储还有工作要做”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“加息 50 个基点的决定得到了绝大多数委员支持，其他委员希望有更多时间观察局势发展并评估接下来的经济数据”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“当前有关核心通胀的数据表明，欧央行在本次加息结束后将继续加息”、“央行需要逐次考虑累计紧缩的影响”。

欧洲央行管理委员会成员 Centeno：“欧央行需要仔细观察最新的通胀情况，不应该急于得出结论”、“预计三月通胀数据会继续下降”。

欧洲央行管理委员会成员 Holzmann：“预计核心通胀率在今年上半年不会显著减弱，会维持在当前水平附近”、“支持后续四次议息会议均加息 50 个基点”。

欧洲央行管理委员会成员 Simkus：“通胀趋势尚未消失，欧央行必须对后续的加息评估保持谨慎”、“本次加息不是最后一次，预计借贷成本将继续上升”。

欧洲央行管理委员会成员 Peter：“金融市场当前发生的事件没有改变欧央行加息的观点”、“上调利率 50 个基点是必要的，且还没有到达终点”。

信息来源：Bloomberg

2023年3月20日 宏观经济研究

附录2 全球资产价格变动

股票市场	基准指数	最新值	周变动 (%)	月变动 (%)	季变动 (%)	年初至今 (%)
全球市场	MSCI ACWI Index	616.09	0.31%	-5.62%	1.64%	1.61%
发达经济体	MSCI World Index	2656.19	0.47%	-5.63%	1.93%	1.33%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	951.56	-1.03%	-5.31%	-0.61%	-0.48%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3719.75	1.44%	-4.47%	0.65%	2.63%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1776.33	-4.12%	-6.22%	3.13%	1.62%
中国	MSCI China Index	64.45	-0.25%	-7.03%	0.64%	-0.03%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	862.64	0.62%	2.36%	0.45%	2.79%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	859.84	0.65%	2.52%	0.39%	2.38%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	107.32	-0.04%	1.11%	-1.42%	-1.10%
投资级公司债券						
全球市场	Blommborg Global Aggregate Index	457.59	0.51%	1.51%	1.06%	2.31%
发达经济体	Blommborg Global Aggregate Developed Markets Index	97.70	0.54%	1.79%	0.89%	2.43%
新兴市场经济体	Blommborg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1086.39	-0.23%	-0.12%	-0.07%	0.93%
美国	Blommborg US Aggregate Index	2108.24	0.63%	2.04%	0.43%	2.34%
中国	Blommborg China Aggregate Index	259.80	0.47%	-0.01%	2.45%	1.00%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1347.22	-0.65%	-1.83%	-0.33%	0.46%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	152.98	-0.33%	-1.31%	0.29%	1.25%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	120.63	0.02%	-0.25%	0.24%	0.76%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2217.60	-0.42%	-0.95%	-0.37%	0.43%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	46.53	-1.40%	-3.55%	7.57%	2.33%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	102.31	-1.83%	-4.73%	-10.09%	-7.26%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	31.37	-6.50%	-11.56%	-29.40%	-19.01%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	154.02	-1.72%	-5.79%	-6.14%	-6.91%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	223.05	3.21%	5.91%	6.28%	2.74%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.62	-0.43%	-4.52%	-0.53%	-1.11%

数据来源: Bloomberg

2023年3月20日 宏观经济研究

免责声明

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度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并进行证券交易，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，本公司的董事、高级职员或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做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

地址：香港湾仔告士打道 38 号中国恒大中心 20 楼 2004-6 室

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999

网址：www.gisf.hk