

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。

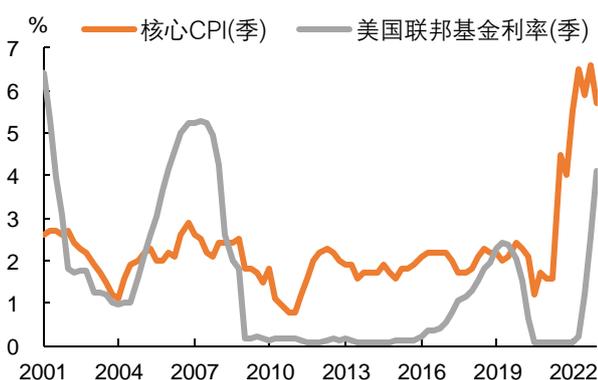
当前美欧经济正处“衰退”前夕，市场关注点仍是如何“着陆”、何时“着陆”。年初美国经济数据偏强，但近期金融风险冒头，加大了市场对于美联储政策路径的分歧，甚至引发美联储能否默许美国通胀中枢长期抬升的思考；在美联储阶段性“转鹰”后，美债利率和美元指数回升，也令市场关注其反弹的高度，以及会否升破 2022 年四季度的前期高点。

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

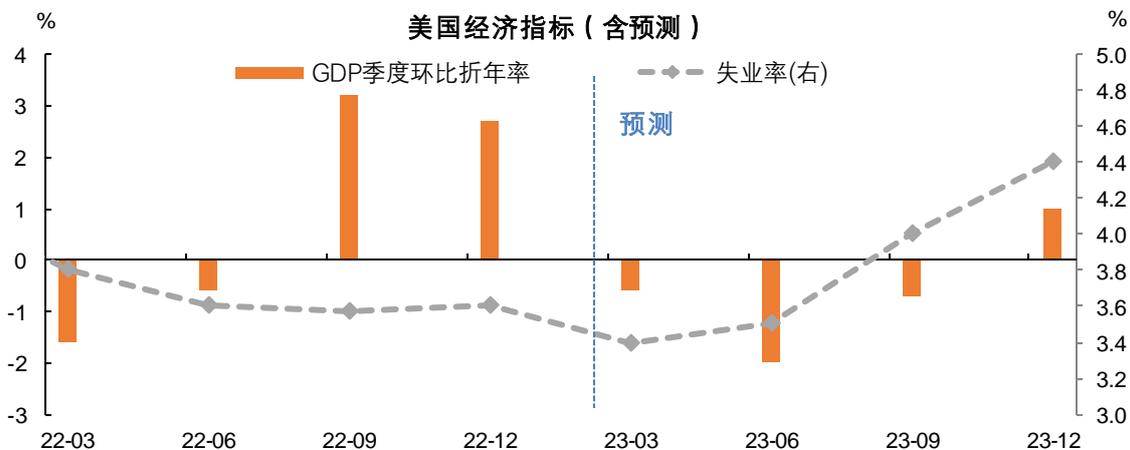
管法案实施，加上美联储持续的压力测试与风险监测，美国银行体系的韧性明显增强。另外，考虑到美联储更为丰富的救市经验，当前市场对于新一轮“金融危机”的判断也需要更加谨慎。总之，在“以史为鉴”时，需要全面思考时过境迁的影响，不宜简单照搬当时的经济、政策和市场规律。

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？

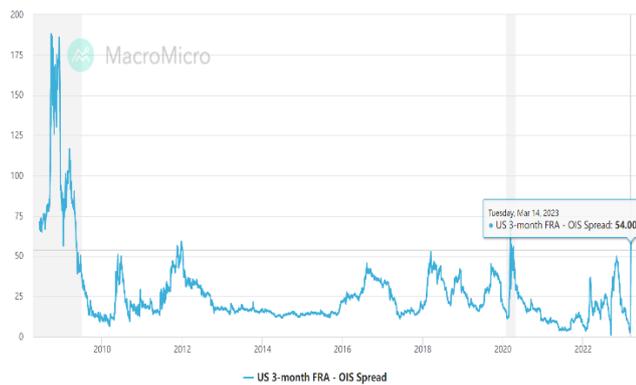
有观点认为，既然高通胀似乎没有给美国经济带来明显伤害，美国政府和美联储是否可以漠视通胀高企的问题？硅谷银行事件爆发后，美联储会否为平衡金融风险而改变紧缩路径，选择尽快停止加息甚至降息？我们认为，美联储反通胀的目标不会改变，政策路径难以大幅调整，仍会争取在年内加息至 5% 以上的“充分限制性”水平。

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。

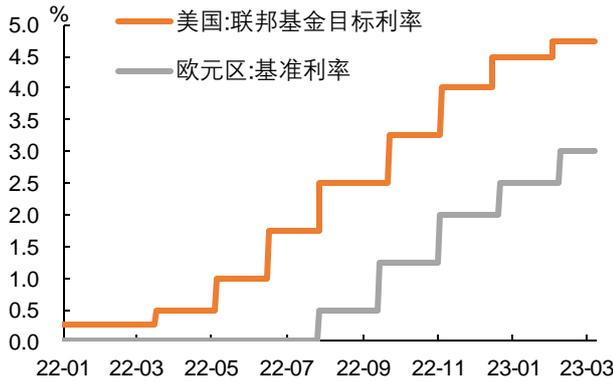
第一，预计欧央行3月或仍坚持加息50BP。硅谷银行事件爆发后，市场预期美联储紧缩政策将明显受到掣肘，美欧加息预期均出现降温。但与美国相比：一是欧元区并未处于本次银行风波的核心（即便部分欧洲商业银行也受到一定牵连）；二是欧元区通胀压力更大、紧缩必要性更高；三是欧央行此前对于3月加息50BP的决策十分笃定，预期引导充足。我们认为，欧央行在3月16日会议中仍可能坚持加息50BP。相比之下，美联储在3月22日会议中加息幅度存在变数，更需要视银行风险化解情况而定，可能加息25BP或暂停加息。

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。

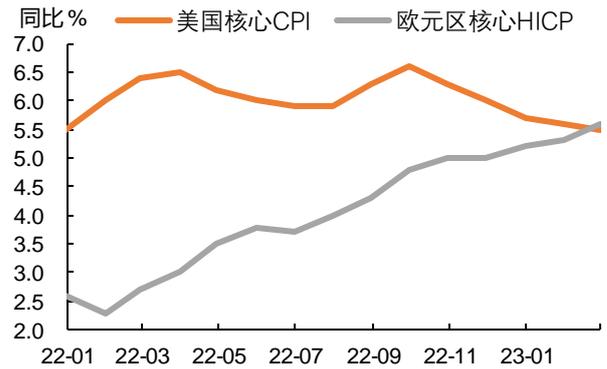
在此背景下，欧元区经济和市场的确定性更大，需警惕欧元资产的波动。目前，由于欧元区在去年冬季顺利避免“能源危机”，加上经济对加息的影响存在时滞，欧元区市场暂时处于“强预期”、“强现实”的环境中，欧元资产反弹力度较强。但与此同时，欧央行加息力度较弱，意味着通胀反复的风险更大。若是，则欧央行可能维持高利率（“限制性水平”）更长时间，甚至被迫加码紧缩，这意味着一场衰退终将难免，只不过节点可能晚于美国而已。

图表6 美联储和欧央行加息路径比较



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 当前欧元区通胀形势更严峻



资料来源: Wind, 平安证券研究所

5、10 年美债利率会再破 4.1%吗？

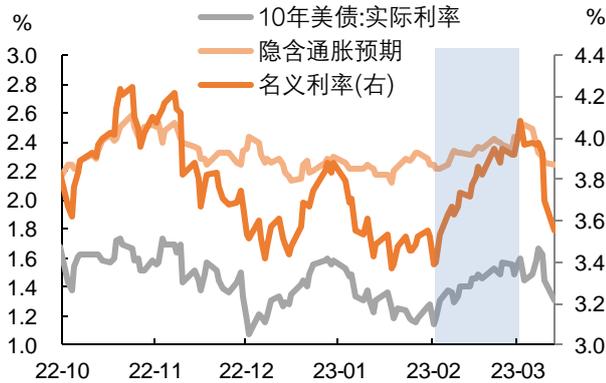
今年 2 月以来，随着美国经济数据走强、加息预期升温，3 月 2 日 10 年美债收益率盘中几乎升至 4.1%，创下 2022 年 11 月以来新高。截至 3 月 13 日，受硅谷银行事件影响，市场加息预期急剧降温，10 年美债利率大幅回落至 3.55%。未来 10 年美债利率还会反弹、甚至突破年内前高的 4.1%吗？我们认为，**10 年美债利率再破 4.1%难度很大。**

第一，加快加息预期已被打破。2 月以来截至 3 月初，10 年美债利率与 CME 利率期货对 3 月加息 50BP 的预期同步上行。不过，随着美国 2 月就业数据出现边际降温迹象，叠加硅谷银行事件的冲击，3 月加息 50BP 的预期已经打破。往后看，即便美国银行体系冲击告一段落，预计美联储对于金融风险的重视程度将提升，美联储加快加息的可能性不大。

第二，通胀预期易降难升。截至 3 月 2 日的一个月里，10 年美债名义利率、实际利率和隐含通胀预期分别上涨 68BP、42BP 和 26BP，可见通胀预期的抬升助推了名义利率的上涨。但往后看，随着美国经济进一步靠近衰退，通胀预期可能进一步回落。此外，市场上有上调 2%通胀目标的讨论，这本质上是市场质疑美联储“制造衰退”的决心。但我们认为，去年美联储一度认为通胀是暂时的，从而“错误地”落在曲线后面；当前在美国经济、通胀和金融演化仍具高度不确定性的背景下，美联储贸然上调通胀目标，相当于承认高通胀是难以彻底驯服的、经济“软着陆”是难以实现的、从而美联储是力有不逮的，也就相当于有一次承认“错误”。这将会对美联储信誉带来严重冲击，通胀预期脱锚风险也会显著增加。

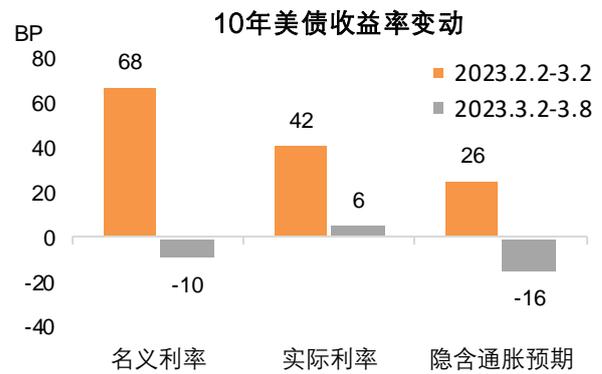
第三，即便后续美联储“放鹰”，衰退担忧和金融风险也会限制美债利率涨幅。预计在硅谷银行事件告一段落后，美联储可能延续紧缩路径，甚至进一步“放鹰”来弥补失去的进展。但是，在日益迫近的衰退信号下，市场仍会不断怀疑其紧缩的持续性，令 10 年美债利率上行的阻力加大。尤其是，随着终端利率到达 5%以上的“充分限制性”水平，美国经济衰退（以及通胀回落）的担忧将更加浓厚。在 3 月 7-8 日鲍威尔国会讲话的“压力测试”下，市场加息预期升温，但 10 年美债利率并未突破 3 月 2 日的 4.1%。其中，实际利率仅上升了 6BP，10 年 TIPS 隐含通胀预期则由 3 月 2 日的 2.48%，下降至 3 月 8 日的 2.32%，继而牵引名义利率整体下行。

图表8 2月以来截至3月初，10年美债利率明显上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 3月2-8日通胀预期回落限制美债利率上行



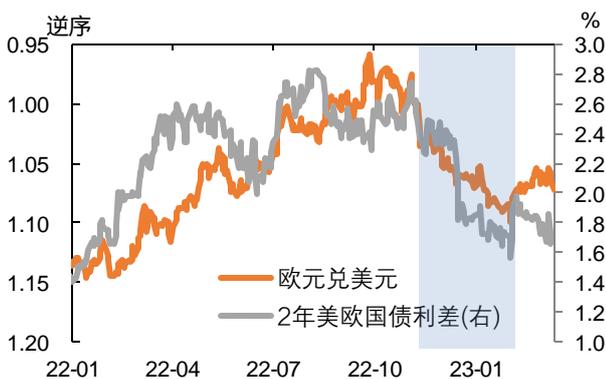
资料来源: Wind, 平安证券研究所

6、美元指数会再破 110 吗？

随着美联储紧缩预期升温、美债利率上行，美元指数也随之上行。2月以来，美元指数由 102 下方回升至 105 附近。硅谷银行事件后，美元指数小幅回落至 104 以下，整体仍呈韧性。我们判断，**美元指数破 110 难度很大。**

第一，美欧和美日国债利差收敛。2022 年 11 月至 2023 年 2 月初，美欧和美日利差均出现收敛，欧元和日元汇率同步反弹。展望后续，我们认为美欧和美日利差难以回到 2022 年 10 月的高点。截至 3 月初，欧央行表态将于 3 月继续加息 50BP，美联储 2 月加息已放缓至 25BP、且 3 月加息幅度还不确定，这意味着欧元区加息节奏将阶段性反超美国，继而限制美欧利差；日本央行继 2022 年 12 月上调 YCC 区间后，日债利率升至新的台阶，未来 YCC 区间很难下调、且不排除进一步上调的可能，因此美日利差走阔压力有限。

图表10 美欧利差收窄、欧元反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 美日利差收窄、日元反弹

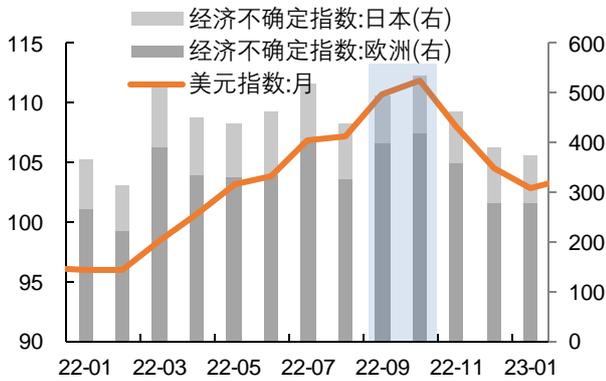


资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二，欧日经济金融不确定性降低。2022 年 9 月下旬至 11 月上旬美元指数站上 110 的时期，与当前的不同之处，美联储仍以 75BP 的幅度快速加息，市场对欧洲能源危机的担忧、以及对日本货币政策框架调整变动的观望（体现在当时欧洲和日本经济政策不确定指数（EPU）走高上），多重共振下美元指数迅速走强。换言之，欧日经济金融的高度不确定性加剧了欧元和日元的贬值，助推了美元。当下，市场对顺利过冬后的欧洲能源前景更乐观，日本央行新行长人选确认后金融市场更平静，浓厚的避险需求不再。

第三，美元单边看涨情绪降温。洲际交易所（ICE）美元指数非商业净多头（多头持仓-空头持仓）数量在 2021 年下半年开始上升，2021 年 10 月至 2022 年 10 月平均在 3.5 万张左右；但在美元指数升破 110 以后，期货市场看涨美元的情绪持续降温，截至 2023 年 2 月净多头数量已降至 1.2 万张左右。随着 2022 年极端风险事件淡出、2023 年美国衰退逼近、美联储加息接近尾声，市场对美元的看法趋于保守，未来美元再度跃升的动能不强。

图表12 美元指数破 110 时，欧日经济不确定性较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美元指数破 110 后，做多美元情绪持续下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：美国经济和通胀形势超预期，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。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033