

【宏观大类专题】

海外金融风险风云开阖， 无近忧而有远虑

广州期货 研究中心

2023年4月4日



要点：海外金融风险风云开阖，无近忧而有远虑

➤ 欧美银行风险事件来龙去脉

- ✓ **欧美银行事件快速发酵。** 硅谷银行出险后2天内破产关闭，4天内监管当局出手“救市”，1个月内被接盘。瑞信银行出险1天后央行伸出援手，1周内被瑞银收购
- ✓ **风险事件的同与不同。** 两家银行体量不同、风险事件诱因不同、经营模式带来的风险来源不同，而相同点在于一是内部风控管理不善，二是货币紧缩周期下带来流动性压力，三是均遭遇了存款大量流失，市场恐慌情绪进一步加剧风险传导，四是出险后政府监管当局快速“灭火”
- ✓ **市场情绪恐慌后回暖。** 自3月9日硅谷事件以来，金油比和VIX飙升，暗示市场恐慌情绪。至3月17日后市场情绪缓和，金油比明显回落但仍处25警戒线以上，VIX基本回落至事件前水平。避险资产价格回落但仍处高位，欧美主要国家国债收益率回升至3月15日附近点位，欧美权益市场整体修复至3月9日前水平，但科技及银行板块仍趋谨慎

➤ 美国金融风险及经济衰退概率几何

- ✓ **美国银行流动性整体可控。** 巴尔证词表示事态可控。银行风险事件后，小型银行存款搬家现象明显，而在3月第三周，小型银行存款流出规模明显缓解。从美联储周度资产负债表看，对银行的流动性支持在3月15日规模激增后本周增速有所放缓，显示流动性压力有所缓和
- ✓ **流动性压力是如何积累的？** 2020年新冠疫情席卷全球，全球主要经济体央行采取史无前例的宽松货币政策以刺激经济恢复，实施力度远超2008年金融危机时期。在此背景下，美国银行存贷激增，而信贷需求相对不足导致银行被动增配证券和现金。在2022年以来美联储猛烈加息节奏下，一是存款向货基搬家现象明显，存款流出压力显现，二是银行债券投资资产受损，债券投资资产规模开始收缩，对信贷资产产生潜在压力
- ✓ **加息周期到尾声了吗？** 3月美联储利率会议点阵图显示加息接近终点，年内或还有一次加息，而对2024年底的利率预测中值上调至4.3%。市场看法明显更为乐观，认为5月近60%概率不加息。从历次金融危机美联储行为看，除了降息外，还有扩表和直接救助等，工具丰富。美联储何时降息取决于后续失业率及通胀的走势，不宜对货币政策转向的节奏过分乐观
- ✓ **风险展望如何？** 我们认为，短期看金融危机全面爆发的概率不大，风险资产及避险资产将出现短期反弹/回调，但中期看金融系统不稳定性和潜在风险仍大，后续中小银行风险事件继续出现的可能性仍大，不利于海外风险资产，有利于黄金、国债等避险资产，相对优势下有利于国内风险资产
- ✓ **经济衰退概率如何？** 美国未来12个月衰退概率创40年新高，今年下半年超25%，年底超50%，远超2008年次贷危机时期最高42%和2001年互联网泡沫危机时期最高45%水平。2月美国制造业PMI有所企稳但仍处收缩区间，OECD领先指数持续下行。2月工业总体产出指数首次转负，制造业自12月以来基本处于同比收缩区间。消费信心指数自去年下半年低位反弹，3月再次出现回落。美国2月通胀数据如期回落但韧性仍在，劳动力市场偏紧局面依然持续

➤ 风险提示 挤兑风波超预期升级；美联储货币政策超预期；地缘冲突超预期；

第一部分

欧美银行风险事件来龙去脉



签名银行、硅谷银行、瑞信银行“光速”关停，市值挥发超1000亿美元

■ 3月份，欧美三家银行接连出险、倒闭、被收购，诸多银行被牵连，美国银行市值已蒸发超1000亿美元

硅谷银行 出险后2天内破产关闭，4天内监管当局出手“救市”，1个月内被接盘

瑞信银行 出险1天后央行伸出援手，1周内被瑞银收购

硅谷银行	最新一期财务数据
总资产	2218亿美元
营业收入	57亿美元
净利润	17亿美元
ROE	10.45%

瑞士信贷	最新一期财务数据
总资产	5314亿美元
营业收入	139亿美元
净利润	-73亿美元
ROE	-16.16%

(单位: 亿美元)	出险前峰值	出险前市值	被收购市值	最新市值
硅谷银行	443 (2021.11)	158	165	0.54
瑞士信贷	501 (2018.01)	105	32.5	35

硅谷银行2天内破产关闭，瑞信银行1周内被收购

■ 银行风险事件快速发酵，快速处理

硅谷银行事件始末

- 3.8 • **自救**：硅谷银行宣布已出口210亿美元债券投资组合、计提18亿亏损；同时再融资22.5亿
- 3.9 • **出险**：硅谷银行股价一日**暴跌60%**，遭储户挤兑
- 3.10 • **破产被接管**：硅谷银行宣告破产。美国联邦储蓄保险公司（FDIC）为接管方
- 3.13 • **“全刚兑”**：美国财政部、美联储、FDIC联合“救市”，从3月13日开始，硅谷银行储户可以提取账户里的所有资金，处置硅谷银行所导致的任何损失均不需要纳税人承担
- 3.13 • **救市**：美联储推出为250亿美元的银行定期融资计划（BTFP）
- 3.26 • **接盘**：美国第一公民银行以165亿美元的对价接收硅谷银行全部的存款和贷款。另外900亿美元证券和其它资产仍处于被FDIC接收的状态中。FDIC获得了美国第一公民银行价值5亿美元的股权期权，并需要对美国第一公民银行购买的硅谷银行贷款损失部分进行分担。与此同时，硅谷银行事件对存款保险基金也造成了大约200亿美元的损失。硅谷银行的17家分支机构也应于3月27日（美国时间）重新营业

瑞士信贷事件始末

- 2.9 • **出险**：瑞信公布2022财年亏损达76亿美元
- 3.14 • **出险**：瑞信官网发布年度报告，称在2022财年和2021财年的报告程序中发现“重大缺陷”
- 3.15 • **出险**：瑞士信贷银行美股盘中一度**暴跌约30%**；股东沙特国家银行董事长表示拒绝协助瑞士信贷增加流动性
- 3.16 • **救助**：瑞士信贷通过行使其选择权，从瑞士国家银行（即瑞士央行）借到高达500亿瑞士法郎的担保贷款工具和短期流动性工具，这是完全由优质资产担保的
- 3.20 • **被收购**：瑞银集团（UBS）与瑞士信贷、瑞士央行达成协议，以**32.3亿美元收购瑞信**；按瑞士监管机构要求，瑞信160亿瑞士法郎AT1债券当天减记为0

监管当局及时介入，反应速度远超2008年金融危机

- 相比于2008年雷曼兄弟等银行破产的救助不及时，今年3月欧美监管当局反应速度快，救市措施及时，防止出现多米诺骨牌效应，一定程度上稳住了市场恐慌情绪

2008年雷曼兄弟暴雷历时长达6个月、救助不及时

暴雷前夕大幅亏损：

- **2008年3月16日**，美国第五大券商贝尔斯登因遭受流动性危机和信用危机，被摩根大通银行收购
- 2008年5月10日-6月19日，全球主要银行、券商信贷相关损失已达7000多亿美元。雷曼的损失为162亿美元
- 2008年9月11日，**雷曼宣布第三季度的亏损将达39亿美元，并宣布公司的重组计划**，股价暴跌46%至每股4.22美元。信用评级机构穆迪警告要将雷曼的信用评级大幅下调

收购计划失败，美联储拒绝救助：

- 2008年9月12日，雷曼寻求将整个公司出售，市场产生恐慌情绪。美国银行和英国巴克莱银行与雷曼谈判收购计划。**美联储介入**，召集华尔街主要银行商讨雷曼和保险巨头美国国际集团（AIG）的问题。雷曼股价继续跌至每股3.65美元。其信用违约互换点差跳升至超过700基点。
- **2008年9月14日，美联储明确表示不会伸手给雷曼以救援和资金保障**，巴克莱银行退出谈判，美国银行转而与同样陷于困境的美国第三大券商美林达成收购协议。同时，高盛、摩根士丹利、巴菲特控股的伯克希尔·哈撒韦也表示没有兴趣收购雷曼，雷曼命悬一线

雷曼兄弟破产倒闭：

- **2008年9月15日，雷曼向纽约南部的联邦破产法庭提出破产保护**，股票价格暴跌94%至每股0.21美元

硅谷银行和瑞信风险事件的异同点

- 两家银行体量不同、风险事件诱因不同、经营模式带来的风险来源不同，而相同点在于一是内部风控管理不善，二是货币紧缩周期下带来流动性压力，三是均遭遇了存款大量流失，市场恐慌情绪进一步加剧风险传导，四是出险后政府监管当局快速“灭火”

- **体量不同：瑞信是全球系统重要银行，硅谷是中型银行**

瑞信总资产规模达5764亿瑞郎，远超硅谷银行的2118亿美元。瑞信属于层级一(Tier 1)的全球系统重要性银行(G-SIB)，硅谷银行体量在美国处于前二十的中等水平

- **诱因不同：硅谷自救行为使得流动性问题引起市场关注。而瑞信风波由于2022年财报披露大幅亏损以及市场情绪的传导**

硅谷银行以18亿美元损失卖债行为引起市场恐慌。瑞信公布2022财年亏损达76亿美元，2022财年和2021财年的报告程序中发现“重大缺陷”

- **经营模式和风险来源不同：硅谷亏损主要是市场风险，瑞信为信用风险**

两者业务模式非常不同。硅谷做非传统银行业务，资产负债期限错配幅度严重。2022年硅谷银行负债端的96%是活期存款或货币市场存款，资产端的35%是贷款，其余则大部分配置到久期大于10年的债券上，因此在美联储快速紧缩下债券价格快速下跌，深受市场风险及流动性冲击。而瑞信银行亏损主因重点客户的爆仓事件。作为向阿古斯提供杠杆融资服务的金融机构之一，瑞信的投行业务损失高达55亿美元。Greensill破产使得瑞信亏损59亿美元

- **相同点一：内部风控管理不善，风险集中度高**

- **相同点二：美联储激进紧缩使得金融机构流动性出现结构性短缺**

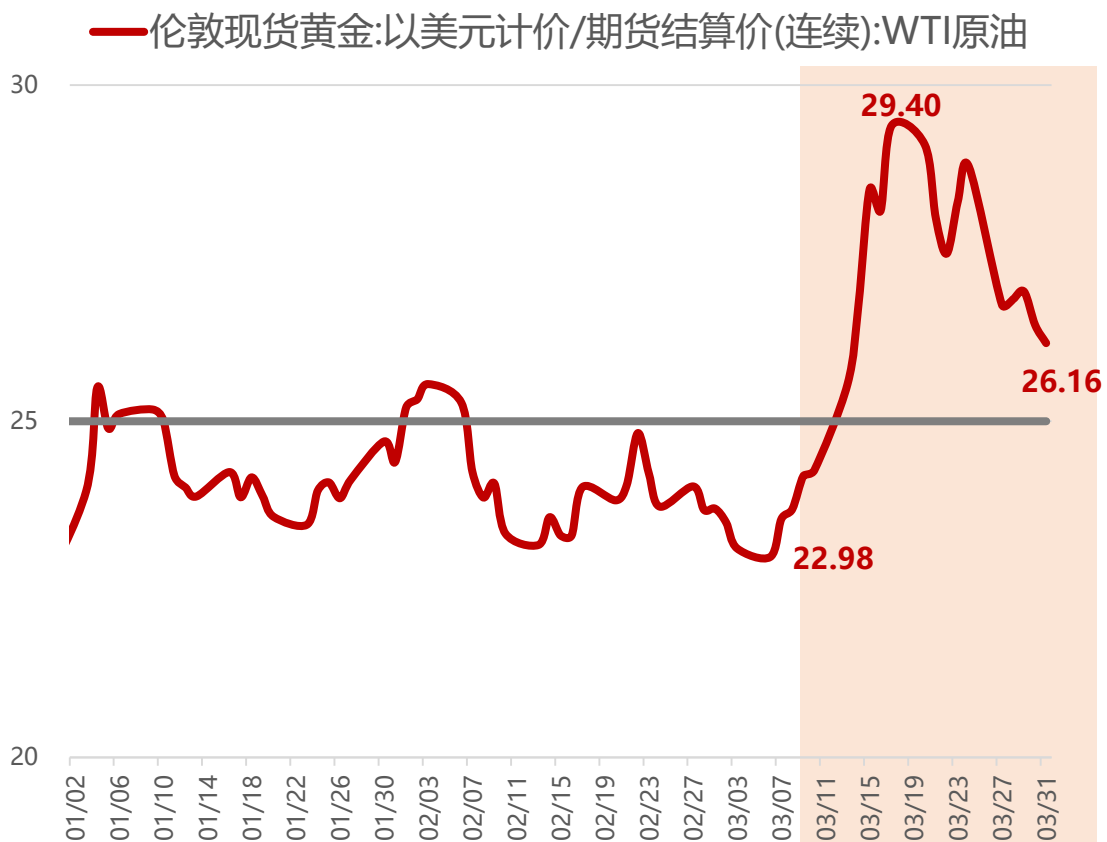
- **相同点三：美两者都遭遇了存款的大量流失，负面舆情和恐慌情绪引发挤兑，进一步加剧风险传导**

- **相同点四：政府及监管当局快速介入开展救助**

市场恐慌情绪缓和，权益市场较为乐观

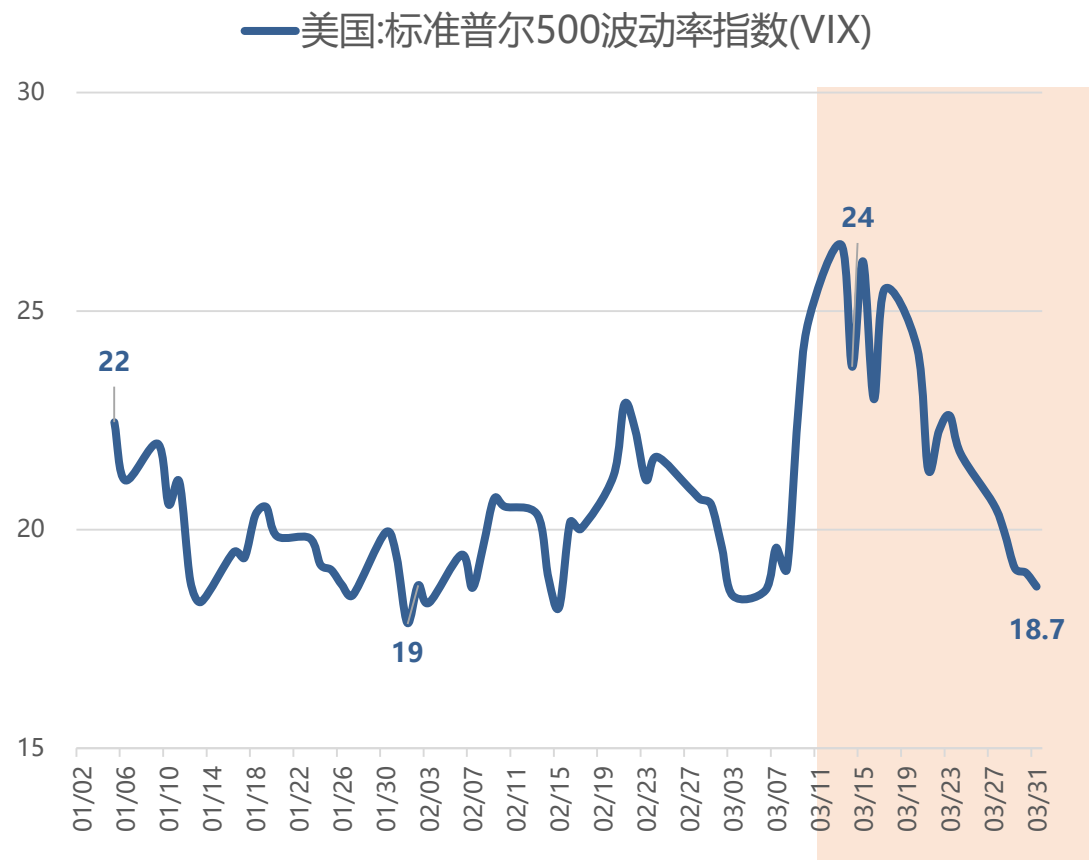
- 自3月9日硅谷事件以来，金油比和VIX飙升，暗示市场恐慌情绪。至3月17日后市场情绪缓和，金油比明显回落但仍处25警戒线以上，VIX基本回落至事件前水平

金油比自3月17日以来明显回落，但仍在警戒线以上



注：数据截至3月31日

VIX恐慌指数自3月13日以来回落，目前回到风险事件前水平



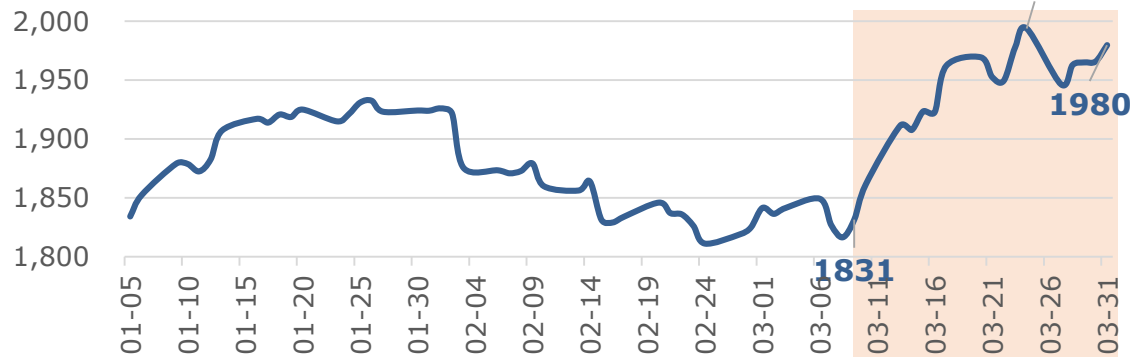
数据来源：Wind、广州期货研究中心

避险资产价格回落但仍处高位

■ 避险情绪仍相对浓厚，黄金现价多次冲击2000后区间震荡，美国十年期国债收益率高位回落60个bp后反弹10-20bp，美元指数震荡下行，日元指数快速走强后小幅回落

黄金高位震荡

伦敦现货黄金:美元



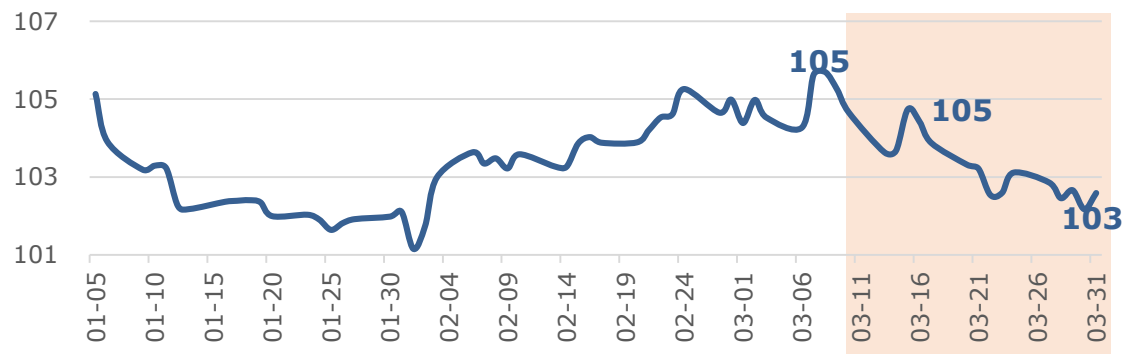
美债收益率自低点反弹10-20bp

美国国债收益率曲线: 10年



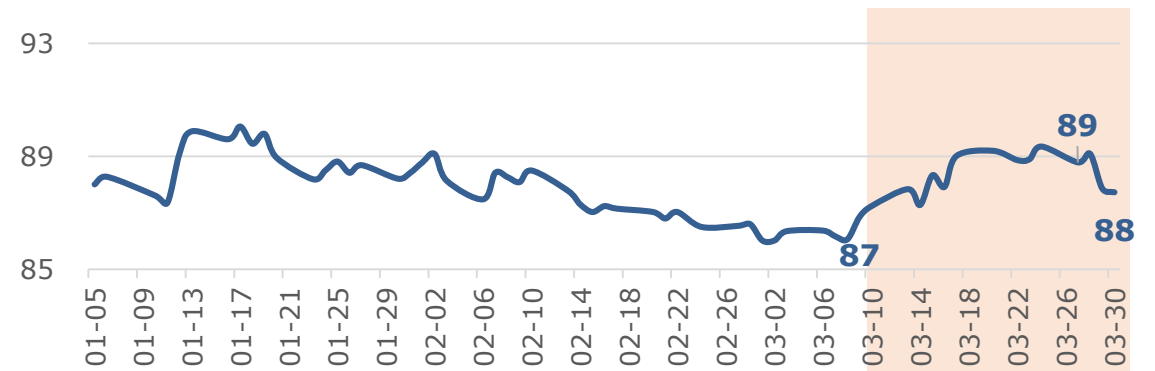
美元指数震荡下行

美元指数



日元指数在3月最后一周小幅回落

日本: 外汇汇率: 日元指数



主要国家国债收益率上行至瑞信事件前点位附近

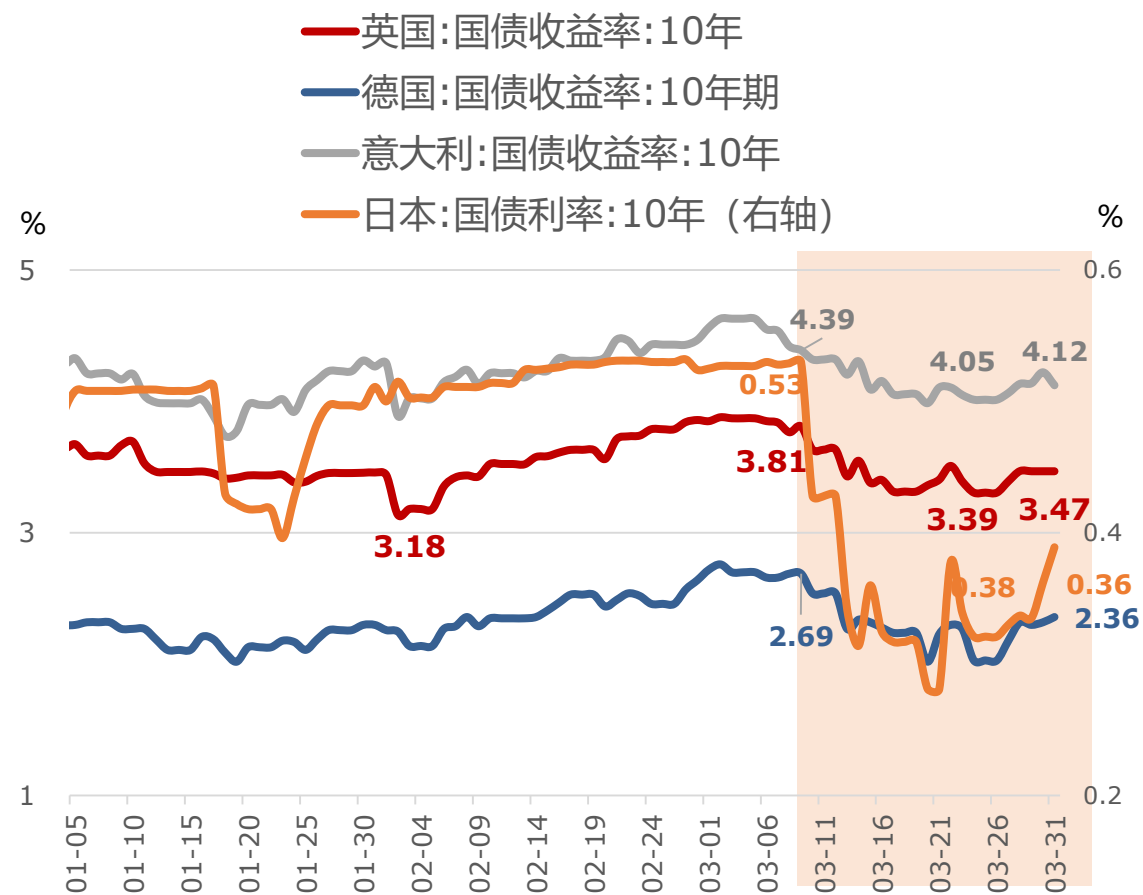
■ 美债收益率自低点反弹10-20bp，欧美日主要经济体长端利率已回升至3月15日点位附近水平

美债收益率在3月下旬低位反弹，10Y-2Y自22年下半年以来维持倒挂



注：数据截至3月31日

欧洲及日本主要经济体十年期国债收益率均有所回升

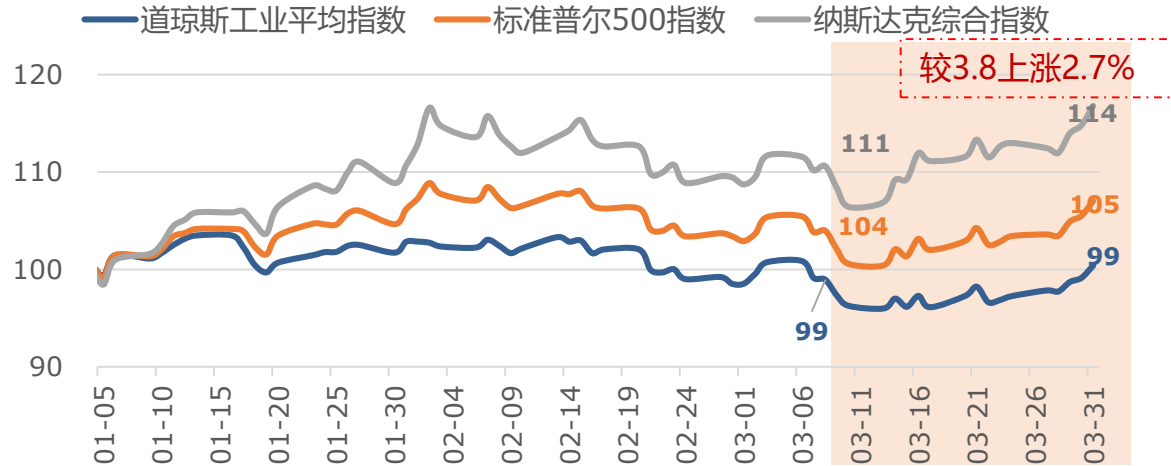


数据来源：Wind、广州期货研究中心

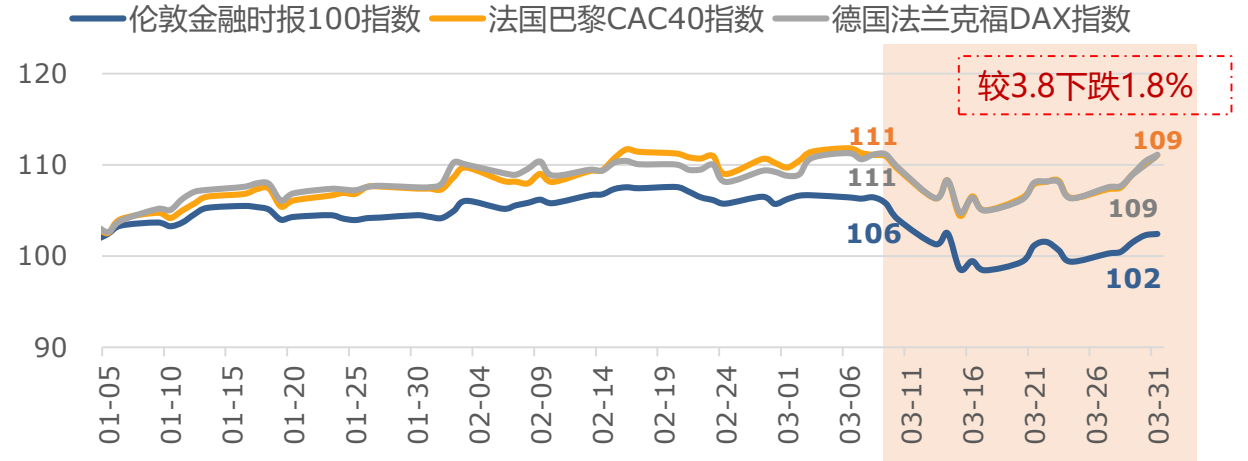
权益市场大盘指数修复至风险事件前水平，但科技及银行板块仍趋谨慎

自欧美银行出险以来，美股快速下探后随着监管当局快速反应而企稳，欧洲股市随着瑞信接替暴雷后继续下跌，本周继续修复，美股三大指数已踏回风险事件前水平，欧洲主要指数基本恢复，而银行业“踩踏”仍时有发生

美股持续修复

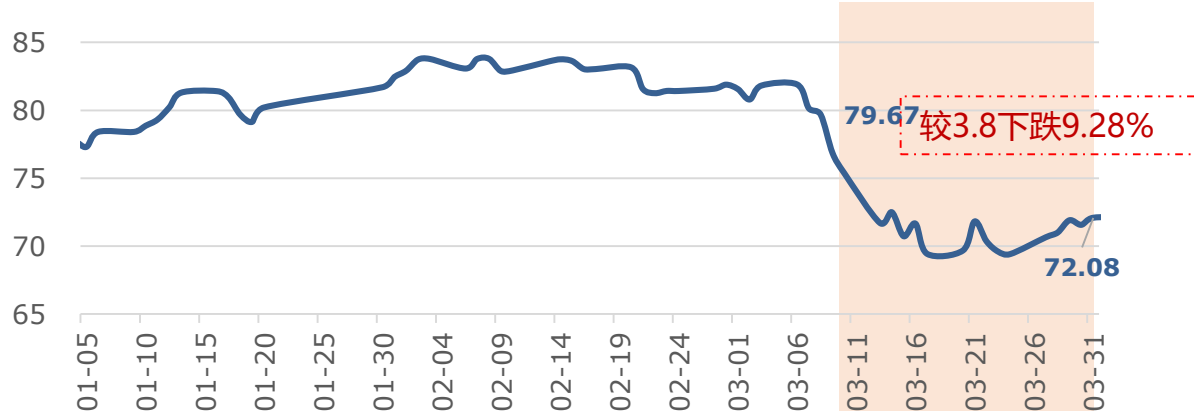


欧洲权益市场企稳



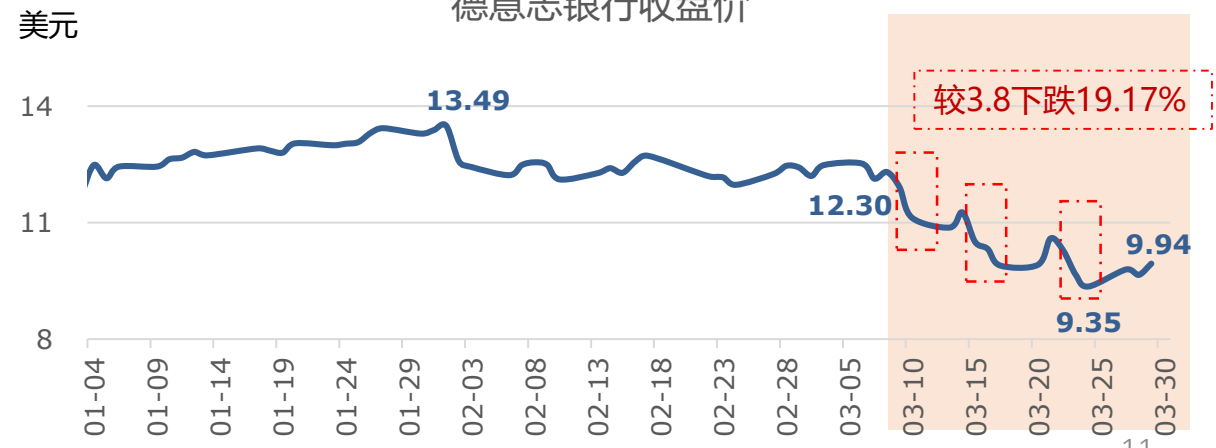
美国银行修复不明显

美国银行指数收盘价 (算术平均)



德意志银行股价急跌后有所企稳

德意志银行收盘价



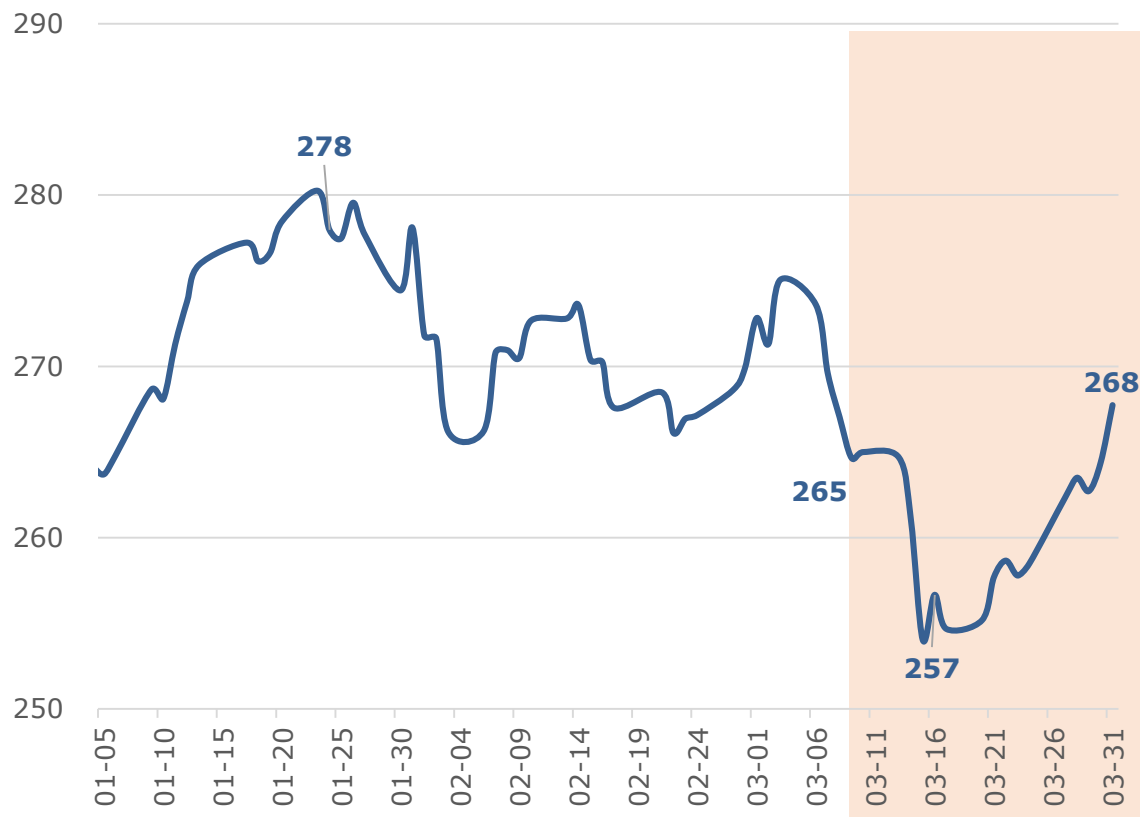
注：数据截至3月31日，股票指数按首日100进行标准化

商品市场反弹，工业品、农产品已修复3月跌幅

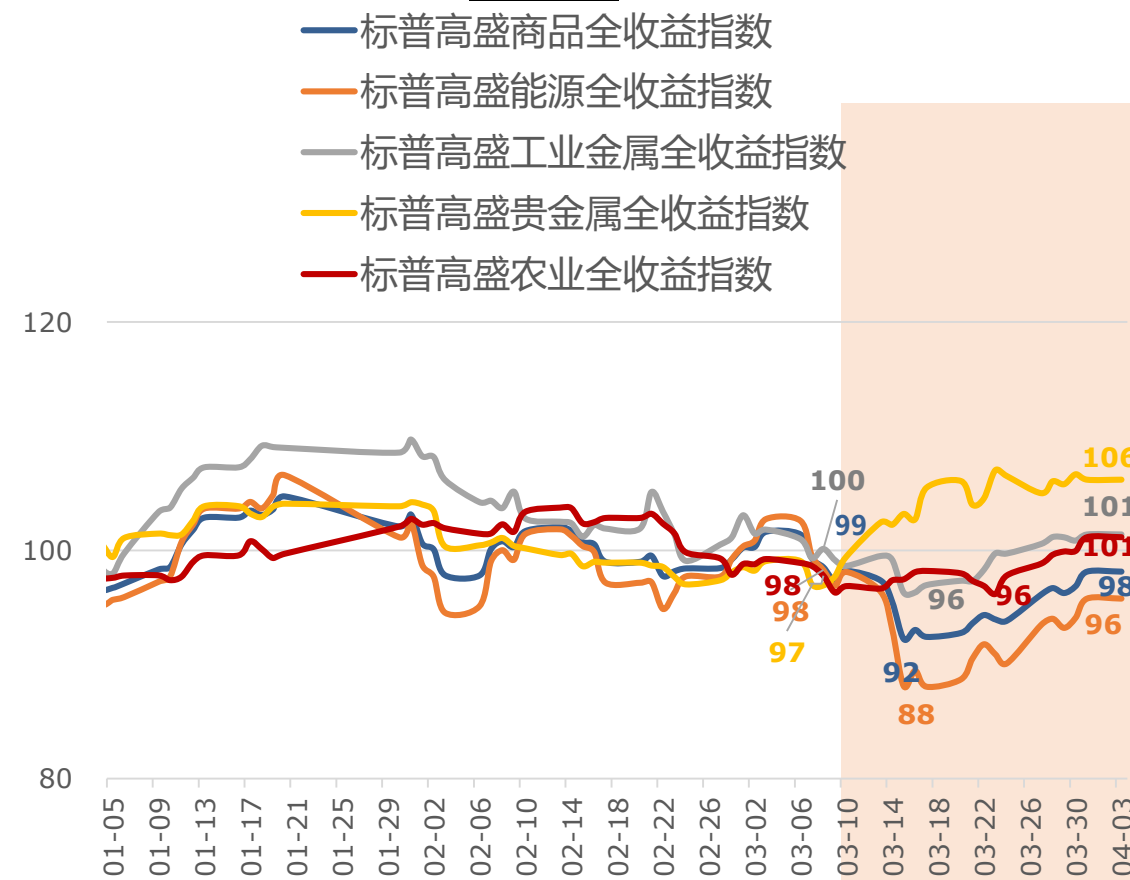
■ RJ/CRB指数自3月初以来大幅下跌，中旬开始逐渐回暖，标普全收益指数板块均有上涨

RJ/CRB指数上升趋势明显

RJ/CRB商品价格指数



标普高盛全收益指数中，工业品、农产品已修复3月跌幅，能源是主要拖累



注：数据截至3月31日，全收益指数按首日100进行标准化

第二部分

美国金融风险概率几何



硅谷银行破产审查证词：巴尔表示事态可控，暗示严监管方向

■ 3月28日，美联储监督副主席Barr在美国参议院银行、住房及城镇事务委员会就硅谷银行破产问题作证，披露了美联储对硅谷银行破产倒闭的理解，以及美联储对银行监管、审查，以及对监管制度的反思

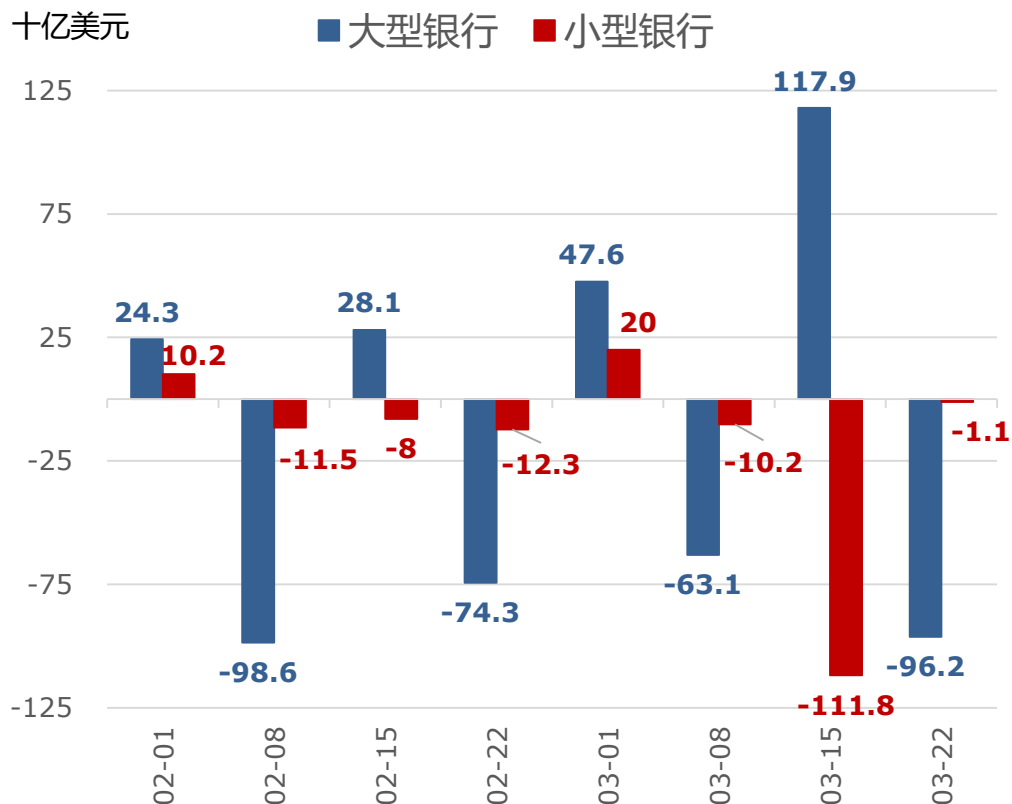
- **事态：**我们的银行体系稳健而富有韧性，拥有雄厚的资本和流动性。美联储与财政部和联邦存款保险公司(FDIC)合作，采取了果断行动保护美国经济，并增强了公众对我们银行体系的信心。这些行动表明，我们致力于确保所有存款的安全。我们将继续密切监测银行体系的状况，并准备在需要时为任何规模的银行机构使用我们的所有工具，以确保体系的安全和健全。
- **失败原因：**SVB之所以失败（破产），是因为其管理层没有有效地管理其利率和流动性风险。……到目前为止出现的情况表明，SVB的风险管理和内部控制不足，难以跟上该银行的增长步伐。……接近2021年底，美联储监管人员发现该银行流动性风险管理存在缺陷，导致六项监管结果与银行流动性压力测试、应急资金和流动性风险管理有关。2022年5月，美联储监管人员发布了三项与董事会监督不力、风险管理薄弱和银行内部审计职能有关的问题。2022年夏天，美联储将该银行的管理评级下调至“一般”，并将该银行的全企业治理和控制评级为“欠缺-1”。这些评级意味着该银行管理不善，并受到《银行控股公司法》第4(M)条规定的增长限制。2022年10月，美联储监管人员会见了银行的高级管理层，表达了对银行利率风险状况的担忧，并于2022年11月向银行提交了关于利率风险管理的监管结果。
- **重点审查-监督：**对于除G-SIB以外的所有银行，美联储的监督方法都是基于资产规模的。……在我们的审查中，我们的重点是美联储的监督是否适合该银行的快速增长和脆弱性。……
- **重点审查-监管：**2019年，在《经济增长、监管减缓和消费者保护法》通过后，美联储修订了其监管框架，保持了适用于G-SIB的增强的审慎标准，但对所有其他大型银行的要求进行了调整。……具体地说，我们正在评估应用更严格的监管标准是否会促使该行更好地管理导致其倒闭的风险。
- **后续工作：**例如，我们提出并实施巴塞尔III终局改革是至关重要的，这将在我们衡量银行资本需求的指标中更好地反映交易和操作风险。此外，在我们事先通知的拟议的规则制定之后，我们计划对非G-SIB的大型银行提出长期债务要求，以便它们拥有吸收亏损的资源缓冲，以支持它们的稳定，并允许以不导致系统性风险的方式进行处置。我们将需要通过多种情景来加强我们的压力测试，以便捕获更广泛的风险，并发现传染渠道，就像我们在最近的一系列事件中看到的那样。我们还必须探索改变我们的流动性规则和其他改革，以提高金融体系的弹性。……

美国银行流动性压力边际缓和

- 银行风险事件后，小型银行存款搬家现象明显，而在3月第三周，小型银行存款流出规模明显缓解
- 从美联储周度资产负债表看，对银行的流动性支持在3月15日规模激增后本周增速有所放缓，显示流动性压力有所缓和

小型银行存款搬家现象缓和

美国商业银行周度其它类型存款规模变动 (非季调)



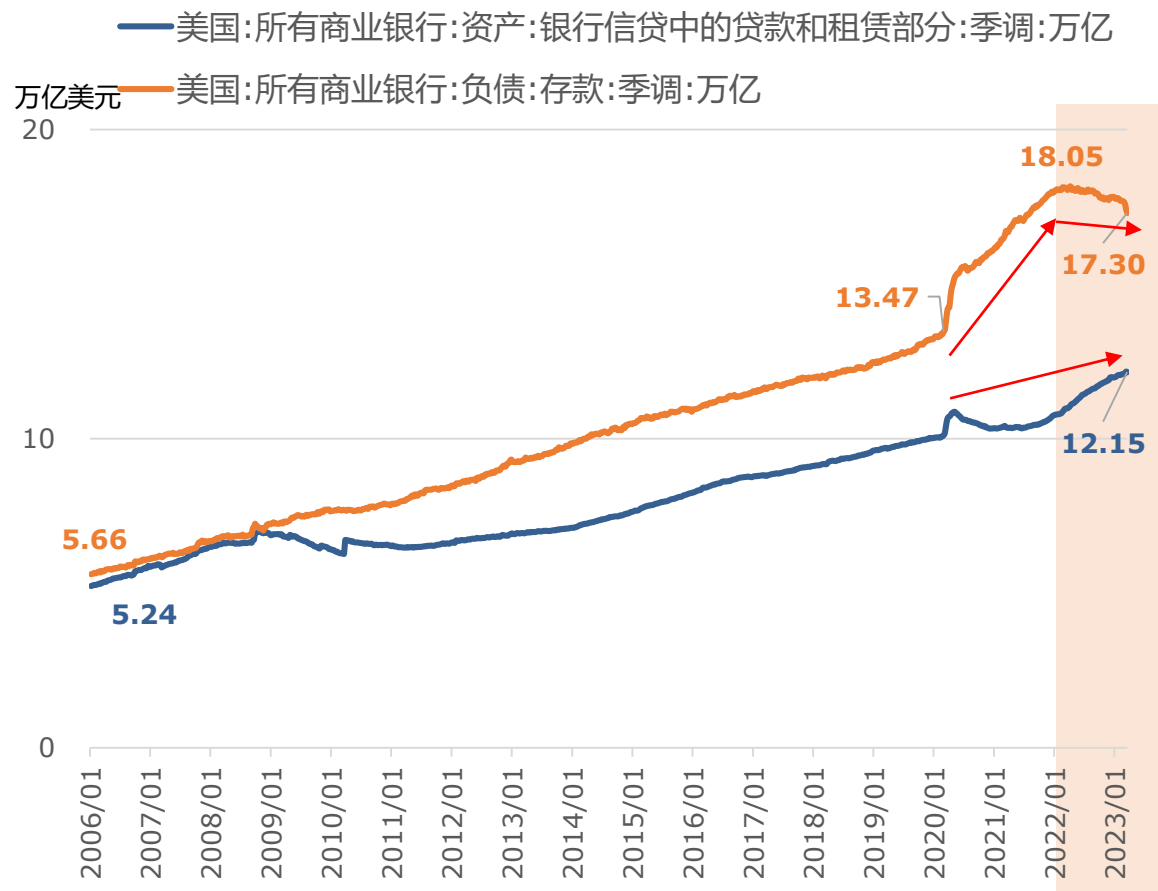
美联储资产负债表周度变动一览

(单位: 百万美元)	2023.3.29	2023.3.22	2023.3.15	2023.3.8
总	8,755,772	8,783,807	8,689,367	8,391,761
储备银行信贷	8,669,146	8,697,234	8,603,097	8,305,716
持有证券	7,926,131	7,936,558	7,940,014	7,948,335
国债	5,329,303	5,328,976	5,328,927	5,335,948
短债	281,840	282,374	283,187	283,960
通胀补偿	4,566,632	102,945	283,187	101,222
长债, 通胀指数	377,024	377,024	102,083	377,024
长债, 名义	103,806	4,566,632	377,024	4,573,742
MBS	2,594,480	2,605,235	4,566,632	2,610,040
机构	2,347	2,347	2,347	2,347
摊销discount	-27,421	-27,594	-27,720	-27,844
摊销premium	304,958	305,773	306,448	307,032
其他: 逆回购	55,000	60,000	0	0
外国货币当局	55,000	60,000	0	0
其他	0	0	0	0
贷款	342,667	354,194 ↑	318,148 ↑	15,209
一级信贷	88,157	110,248	152,853	4,581
二级信贷	0	0	0	0
季节性信贷	3	4	4	0
PPPLF	10,005	10,469	10,549	10,628
BTFP	64,403	53,669	11,943	0
其他信贷拓展	180,100	179,800	142,800	0
MS Facilitics LLC	22,304	22,282	22,261	22,431
Municipal Liquidity Facility LLC	5,602	5,599	5,597	5,594
TALF II LLC	1,946	1,944	1,942	1,941
央行流动性互换	585	587 ↑	472 ↑	411
其他	37,849	38,167	36,119	33,377

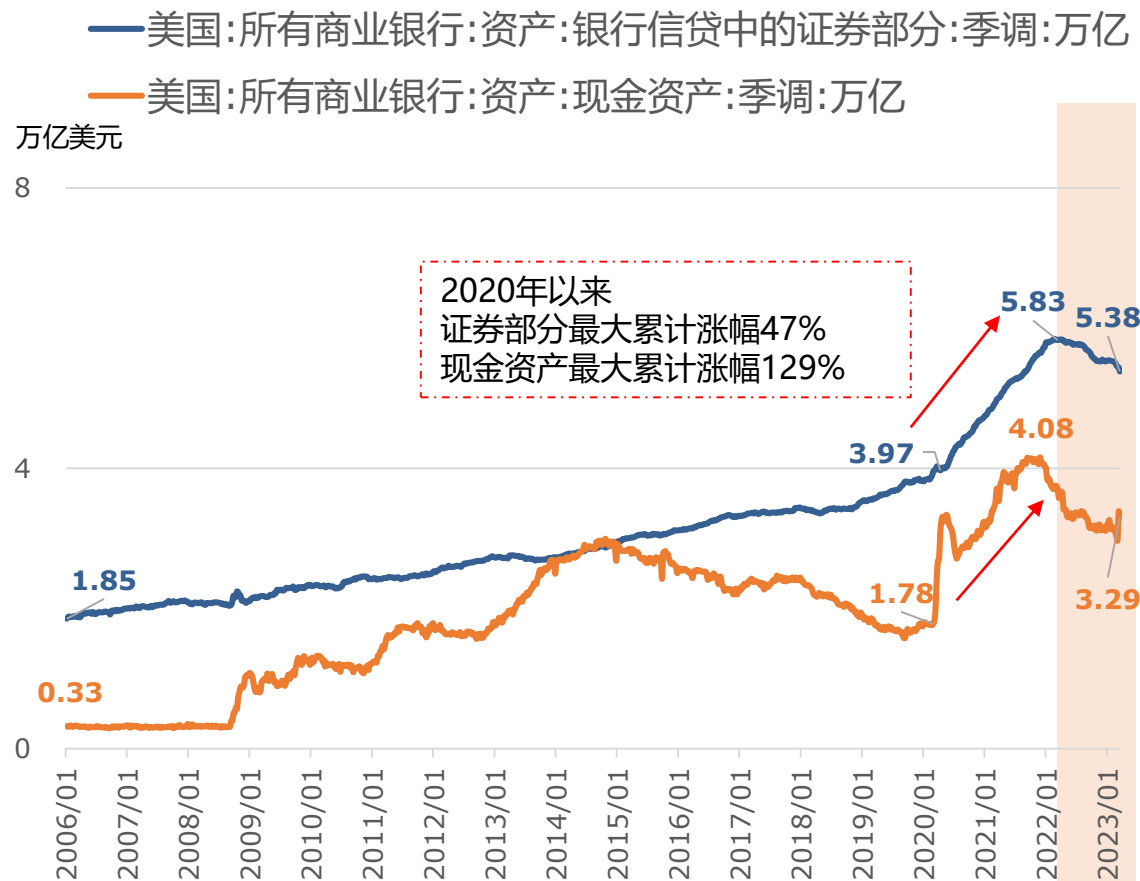
流动性压力是如何积累的：2020年史诗级宽松导致现金及证券超配

■ 2020年新冠疫情席卷全球，猛烈冲击全球经济，全球主要经济体央行采取史无前例的宽松货币政策以刺激经济恢复，实施力度远超2008年金融危机时期。在此背景下，美国银行存贷激增，而信贷需求相对不足导致银行被动增配证券和现金

2020年以来美国存贷款走阔



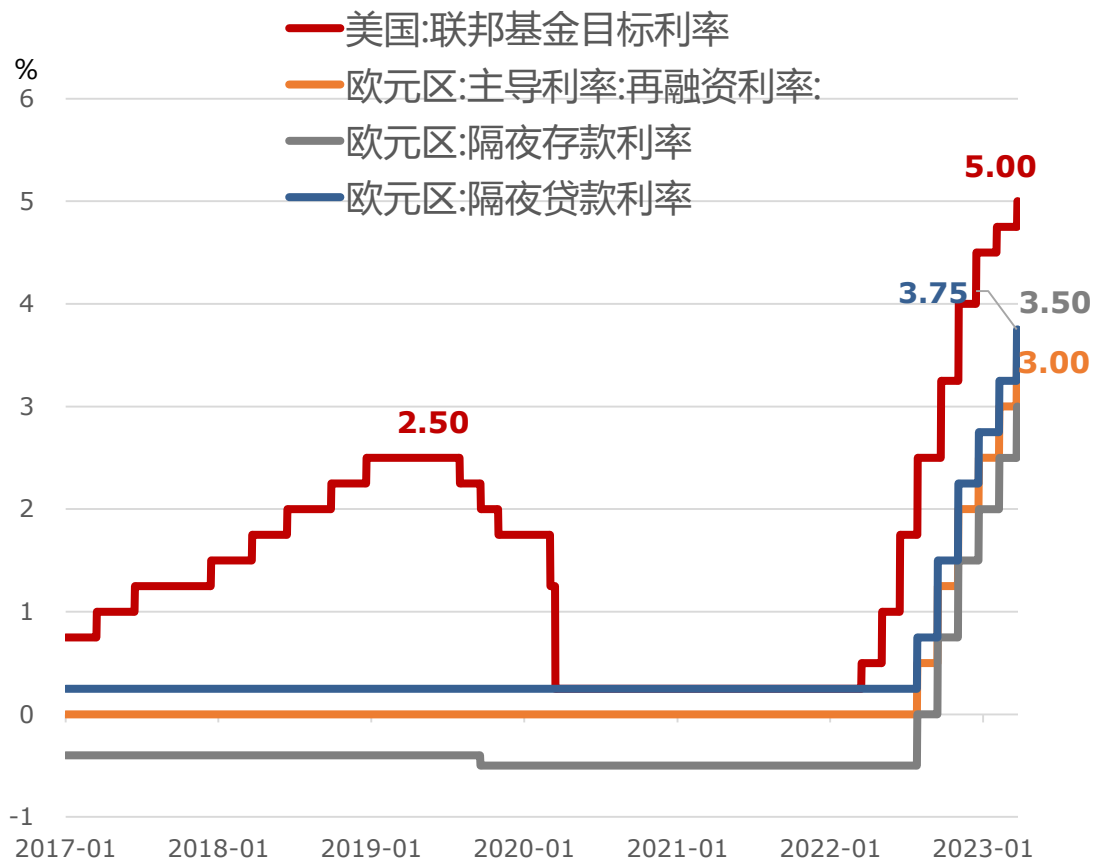
信贷需求相对不足导致银行被动增配证券和现金



流动性压力是如何积累的：美联储加息节奏猛烈与以往

■ 2022年至今美联储累计加息475个bp，本轮加息节奏及幅度较以往历次更为猛烈，目前目标利率5%已超2006年、2018年两次加息终点，

美联储自去年3月以来累计加息9次



轮次	周期	时长(月)	起点(%)	终点	加息幅度(bp)	加息次数
1	1994年2月 -1995年2月	12	3.00	6.00	300	7
2	1999年6月 -2000年5月	11	4.75	6.50	175	6
3	2004年6月 -2006年6月	24	1.00	5.25	425	17
4	2015年12月 -2018年12月	36	0.25	2.50	350	14
5	2022年3月至今	12+	0.25	5.00+	475+	9+

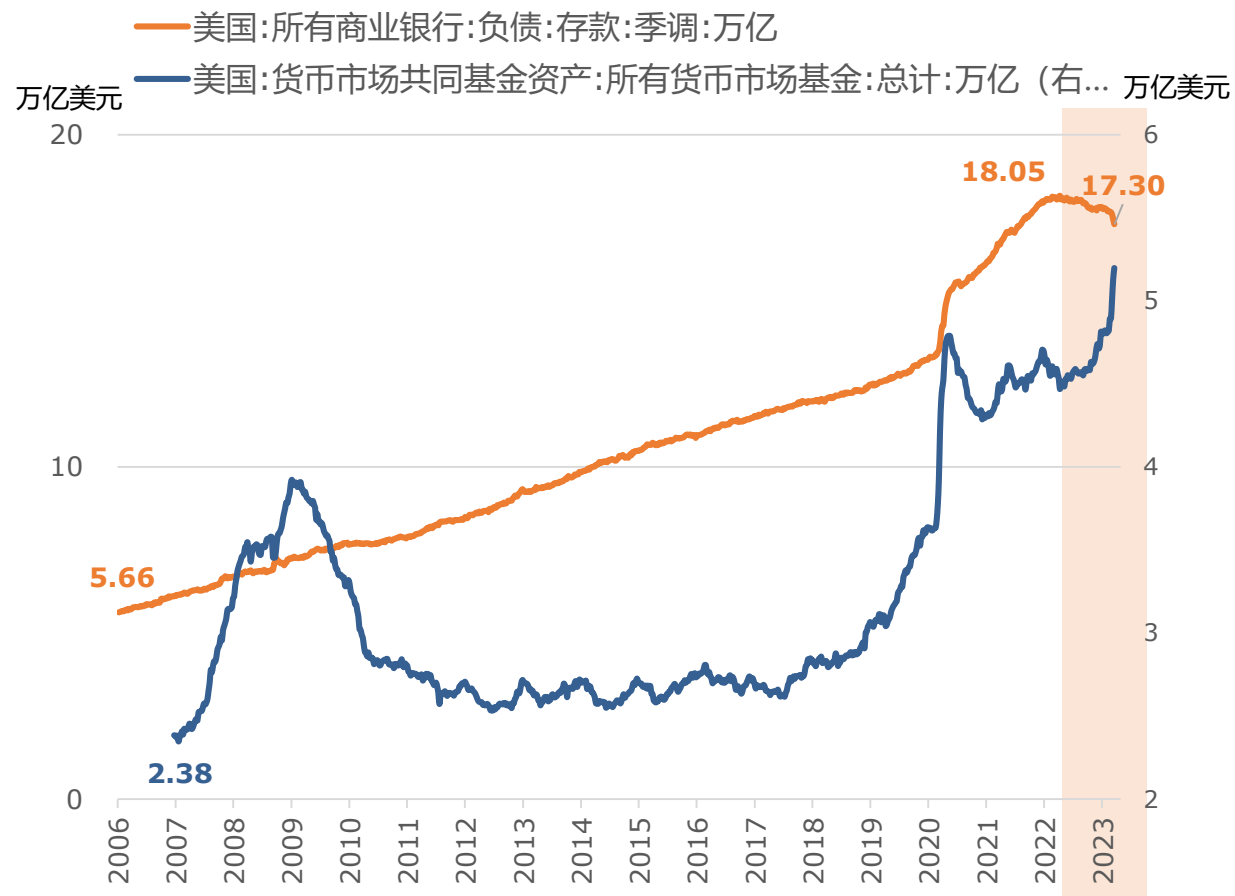
流动性压力是如何积累的：激进加息下存款向货基搬家

■ 自美联储加息以来，美国商业银行存款规模持续回落，而货币基金快速显著提升，显示存款向货基搬家现象明显，存款流出压力显现

本轮紧缩周期美联储累计加息475bp，美国十年期国债收益率自低点上升最高373bp



进入加息周期后，银行存款规模回落，货币基金规模快速提升

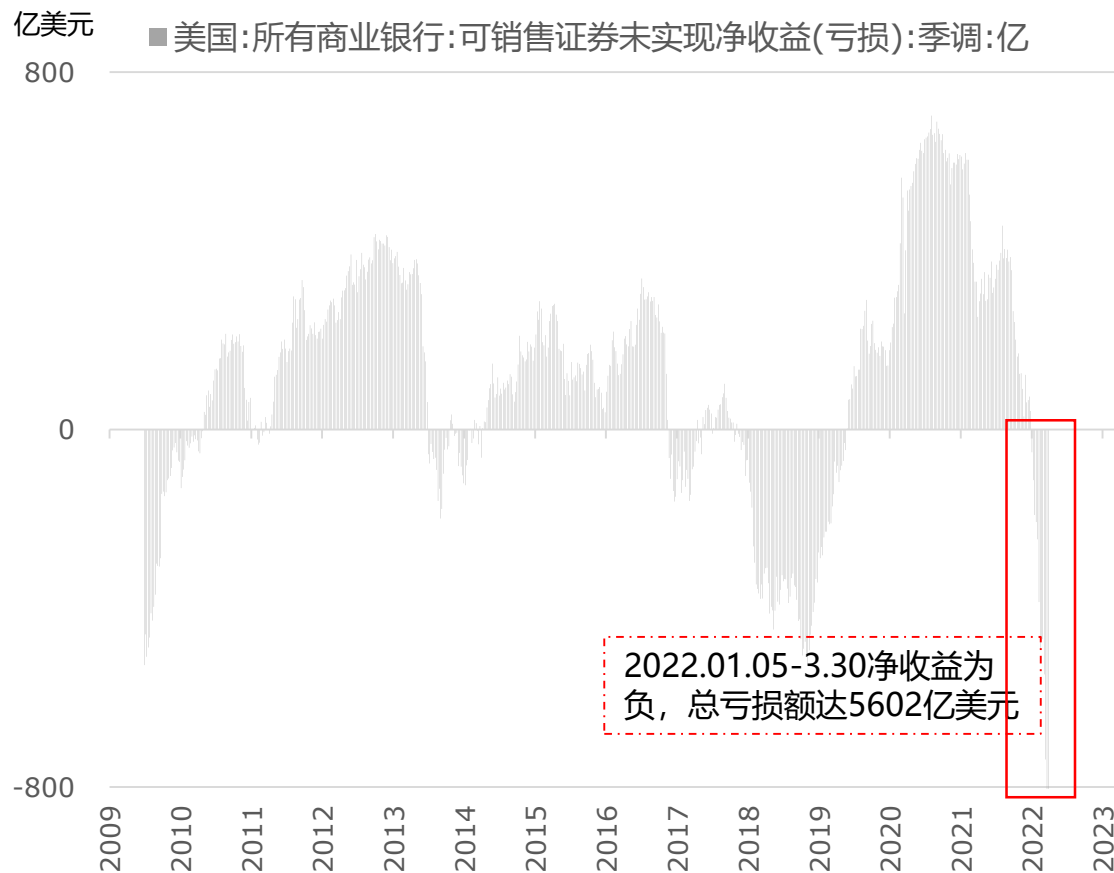


注：数据截至2023年3月31日，橙色框表示本轮加息周期

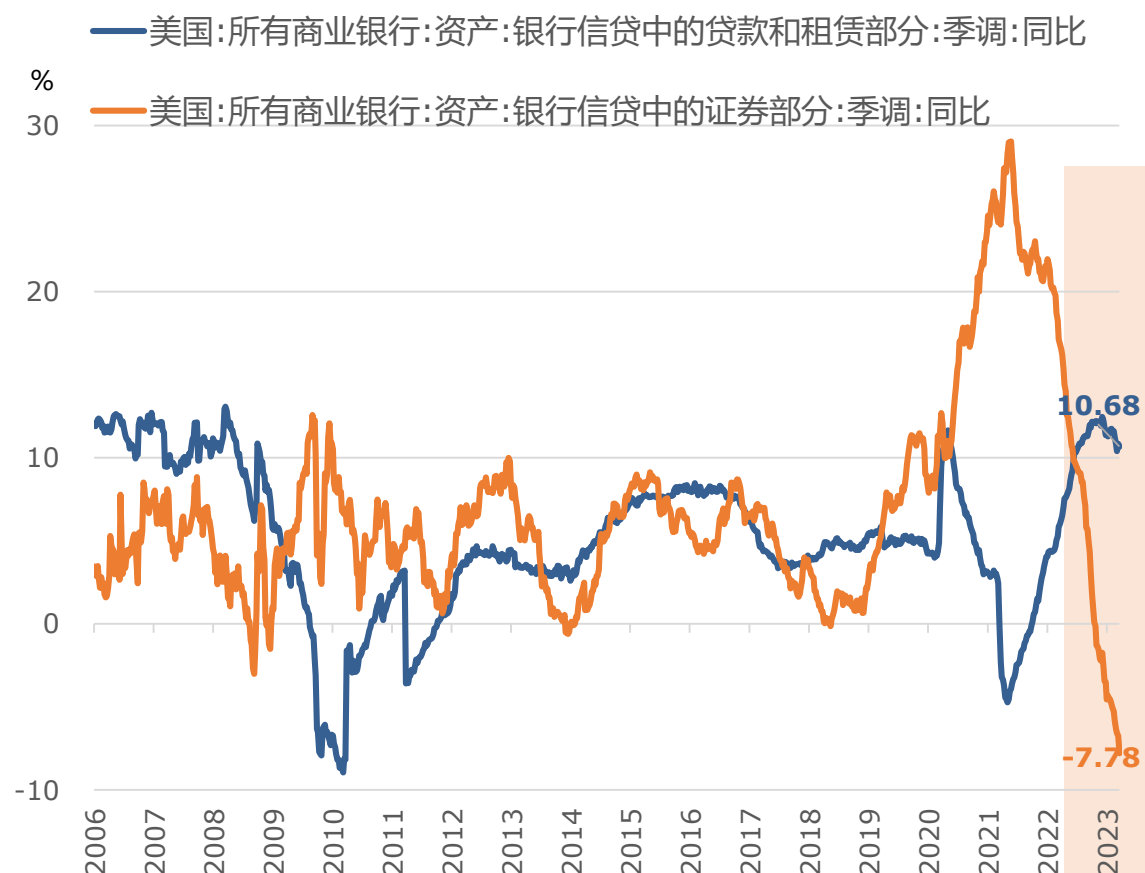
流动性压力是如何积累的：紧缩周期使债券资产受损，对信贷资产产生潜在压力

- 随着债市快速走熊，银行债券投资资产受损，债券投资资产规模开始收缩，信贷资产规模相对稳健。而若投资亏损导致银行资本状况持续恶化，银行将不得不收缩信贷，有可能进入信贷收缩-经济阵痛-不良率上升的负循环

自2022年2月以来美国商业银行可销售证券未实现收益出现净亏损



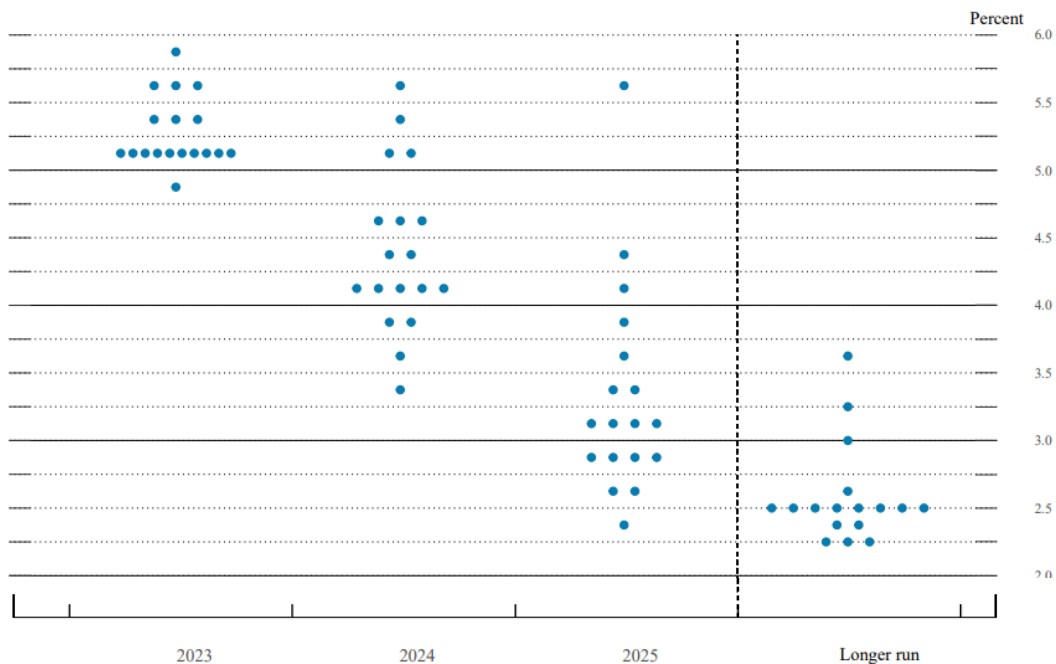
美国银行证券资产规模同比增速自2021年6月开始回落，至2022年10月开始进入收缩区间，而信贷资产规模保持较高增速



加息周期大概率进入尾声，而市场看法明显较美联储“预期管理”更为乐观

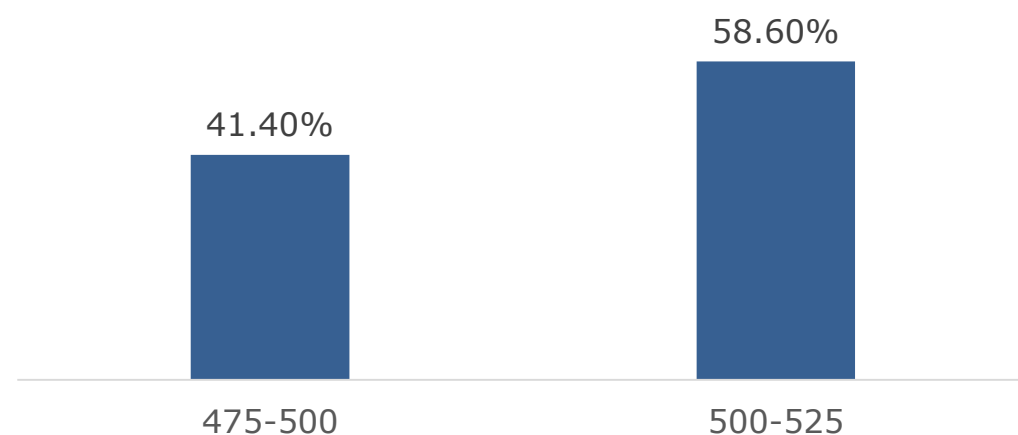
■ 3月23日美联储宣布第九次加息，如期加息25个基点至4.75%-5%区间。点阵图显示加息接近终点，年内或还有一次加息，而对2024年底的利率预测中值上调至4.3%。市场看法明显不同，认为5月近60%概率不加息

2023年3月FOMC会议点阵图显示预计2023年底利率达5.1%



3月预测	5.1	4.3↑	3.1	2.5
12月预测	5.1	4.1	3.1	2.5

国债期货隐含对5月利率会议目标利率的预期概率分布



目标利率	4月3日	3月27日
475-500 (目前)	58.6%	59.8%
500-525	41.4%	40.2%

结合历次金融危机美联储行为，除了降息外，扩表和直接救助工具丰富

- 美联储救市工具丰富，包括 (1) 调整联邦基金目标利率和贴现率 (2) 量化宽松货币政策 (3) 创新货币政策工具 (4) 对金融机构采用直接援助的方式 (5) 公告及内容调整类行为。美联储是否以及何时降息取决于后续失业率及通胀的走势



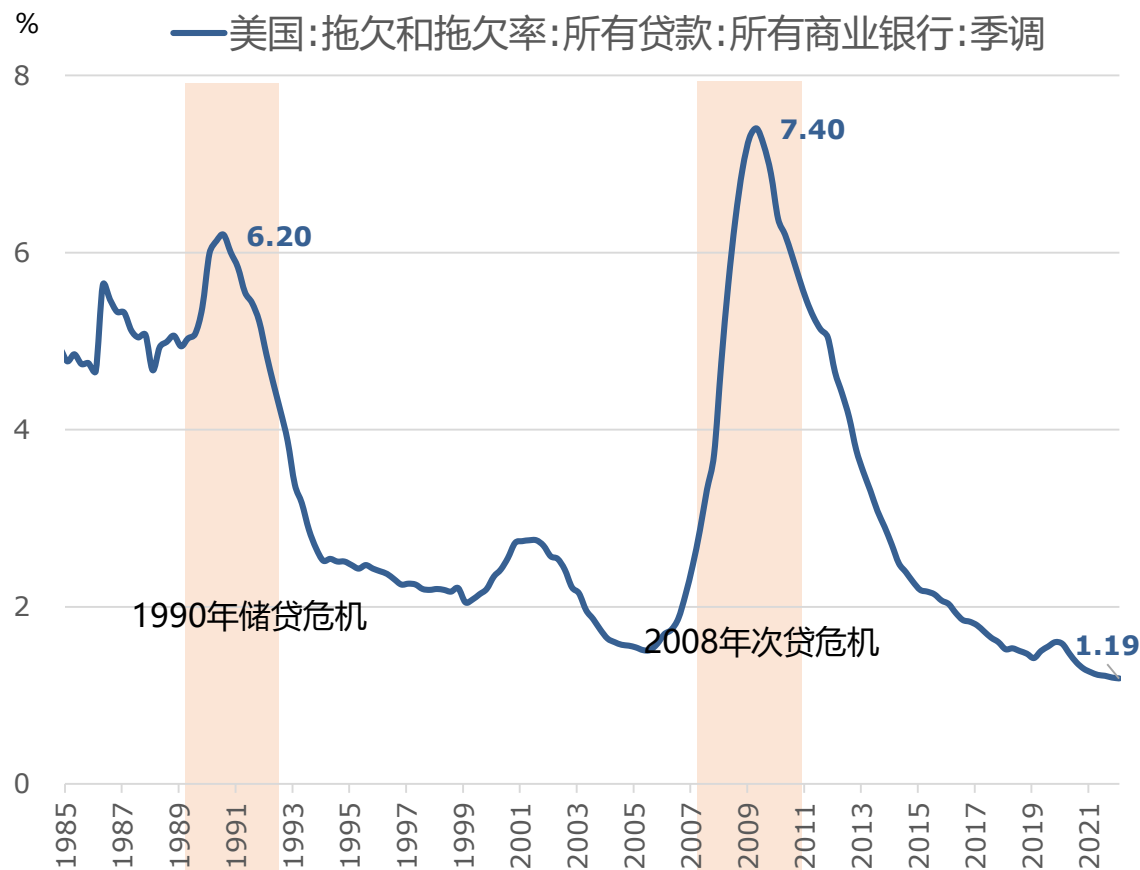
2008年金融危机美联储应对措施

- **2007年**：9月，北岩银行发生大规模挤兑，美联储下调利率至4.75%；10月，瑞银集团大额亏损，美联储下调利率至4.50%；12月，美联储下调利率至4.25%，创设TAF并与欧洲中央银行和瑞士国家银行建立货币互换机制，实现融资应对短期融资市场的高压
- **2008年上半年**：1月，多家金融机构亏损，美联储连续下调利率至3.00%；2月，美联储通过TAF提供300亿美元的28天信贷融通市场资金；3月，美联储创新货币政策工具，创设TSLF，贝尔斯登公司被收购、雷曼兄弟亏损，美联储连续下调利率至2.25%；4月，瑞穗证券、花旗集团、东京三菱亏损，美联储通过TAF提供500亿美元的28天信贷融通市场资金；5月，房利美巨额亏损，美联储6月下调利率至2%
- **2008年下半年**：7月-8月，美联储直接救助多家银行，为稳定市场经济，多次通过TAF提供信贷融通市场资金；9月，美联储扩大PDCF抵押品，扩大TSLF抵押品，上调TSLF总额度，雷曼兄弟申请破产、美林证券被收购、美国国际集团巨额亏损，美联储维持利率至2%并直接提供给美国国际集团高达850亿美元贷款；10月，欧美金融市场动荡加剧，美联储通过TAF提供1500亿美元的85天信贷融通市场资金，金额创次贷危机以来最高记录，美联储连续下调利率至1.00%
- **尾声**：2008年11月，美联储改变用于确定向存款机构支付的所需准备金余额和超额准备金余额利率的公式，创设TALF，下调目标利率至0-0.25%。2009年1月，美联储变更MMIFF工具，通过TAF提供3000亿美元的信贷融通市场资金，维持目标利率至0-0.25%

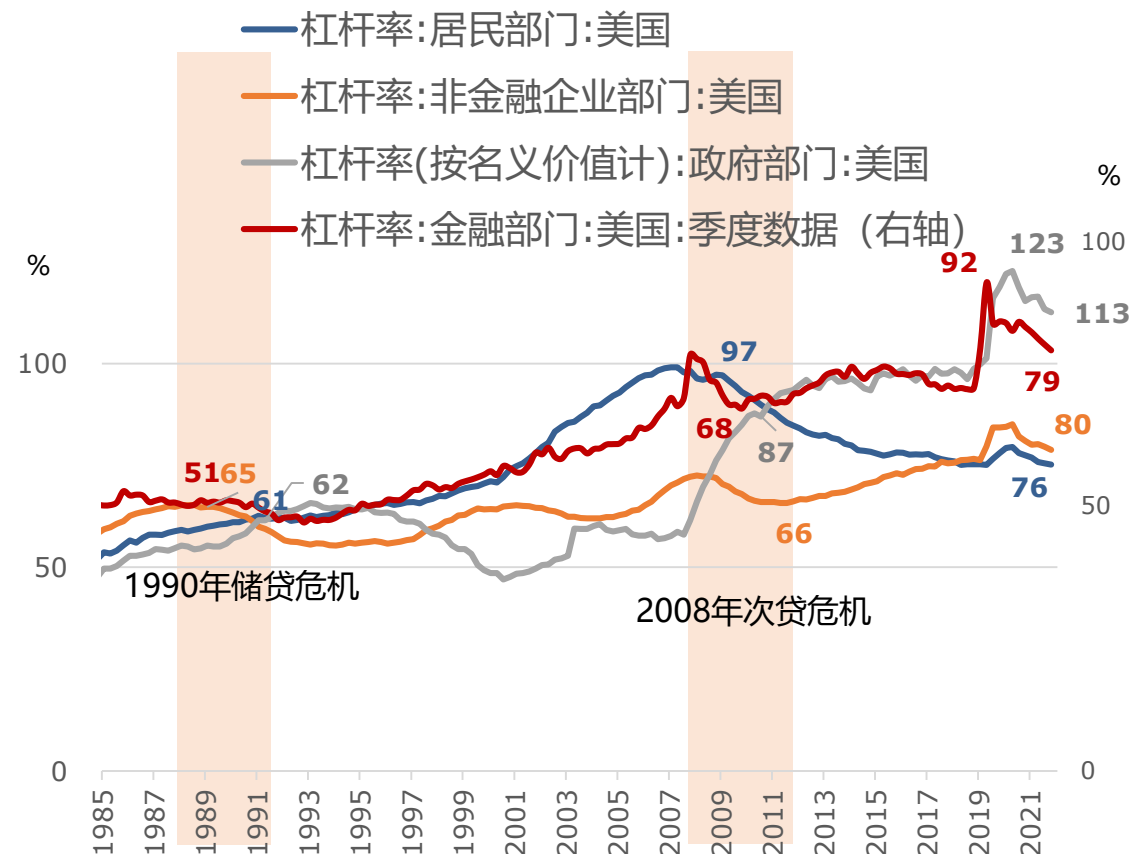
当前环境比2008年相比：贷款拖欠率低，杠杆率相对健康

- 贷款拖欠率显示目前美国银行资产质量稳健，且宏观杠杆率在经历次贷危机去杠杆后处于较健康的水平

美国贷款拖欠率处于较稳健水平



美国宏观杠杆率在经历了次贷危机去杠杆后仍处于健康水平



严监管是大势所趋，利率风险受到重视

- 结合巴尔的表态以及政府、监管部门近期计划，金融监管收紧是大概率事件，且分类管理和利率风险管理将作为“短板”受到重视

最新监管动态

- 据媒体报道，白宫计划针对中型银行提出更严格的规定，预计将要求美联储和其他机构制定新规则，包括针对资产规模在1000亿至2500亿美元之间的银行
- 美联储已经在重新考虑对资产超过1000亿美元的银行实施更严格的规定。选项包括更严格的资本和流动性要求，以及采取措施加强年度“压力测试”，评估银行抵御假设的严重衰退的能力
- 监管层开始修订美国银行《最终规则》。美国三大银行监管机构提出新规，紧盯大型银行资本和流动性要求，大型美国银行将面临更严格监管，资本和流动性要求或将升级

美国对银行业进行压力测试的情景假设对利率风险考虑不足

	描述	关键变量
极端负面情景假设	严重的全球衰退；住宅和商业底层的持续下行，持续的远程办公导致商业地产价格下跌，企业部门和投资都受到影响	2022年假设：失业率上升到10%；实际GDP下滑3.5%；通胀下降到1.25%； 短期利率下降到0%左右；10年国债利率下降到0.75%；BBB-债券和国债信用利差扩大到5.75%； 股票价格下跌55%；房屋价格下降28.5%
极端负面情景假设中的全球市场冲击部分	假设一系列关于整体市场压力和不确定性的风险因素冲击。这些风险因素包括但不限于：股票、外汇、重要的利率、隐含波动率、商品期货价格、信用利差等	2023年假设：短期国债利率大幅下降，长期国债利率也下降 2022年假设：国债利率上升，收益率曲线变陡 2021年假设：短期国债利率小幅下行，长期国债利率适度下降 2020年假设：短期国债利率大幅下降，长期国债利率也下降 2019年假设：整个收益率曲线下行

风险展望：短期风险缓和，中长期不确定性仍大

- 我们认为，短期看金融危机全面爆发的概率不大，风险资产及避险资产将出现短期反弹/回调，但中期看金融系统不稳定性和潜在风险仍大，美联储货币政策掣肘更大，不利于海外风险资产，有利于黄金、国债等避险资产

短期看金融危机全面爆发的概率不大

- 欧美银行体系比2008年稳健
- 监管当局的处理手段比2008年果断和及时
- 欧美央行作为“上帝视角”，仍然如期加息

中期看金融系统不稳定性和潜在风险仍大

- 美联储激进紧缩使得金融机构流动性出现结构性短缺。金融风险具有传染性，特别是在恐慌时期，中小银行面临的挤兑风险明显更大
- 货币当局由稳物价vs稳经济的选择变为面临金融稳定vs稳物价vs稳经济的三重难题，货币政策掣肘更大，经济陷入衰退或滞胀的可能性更大
- 市场恐慌情绪虽有所缓和但仍处高度警觉甚至“惊弓之鸟”阶段，后续中小银行风险事件继续出现的可能性仍大

对我国的影响

不利影响：一是市场信心传染问题，二是经济衰退预期意味着外需面临更大下行压力，三是我国科技类企业的估值和融资能力会受影响

有利影响：我国经济增长的相对优势会更加突出，吸引外资流入

第三部分

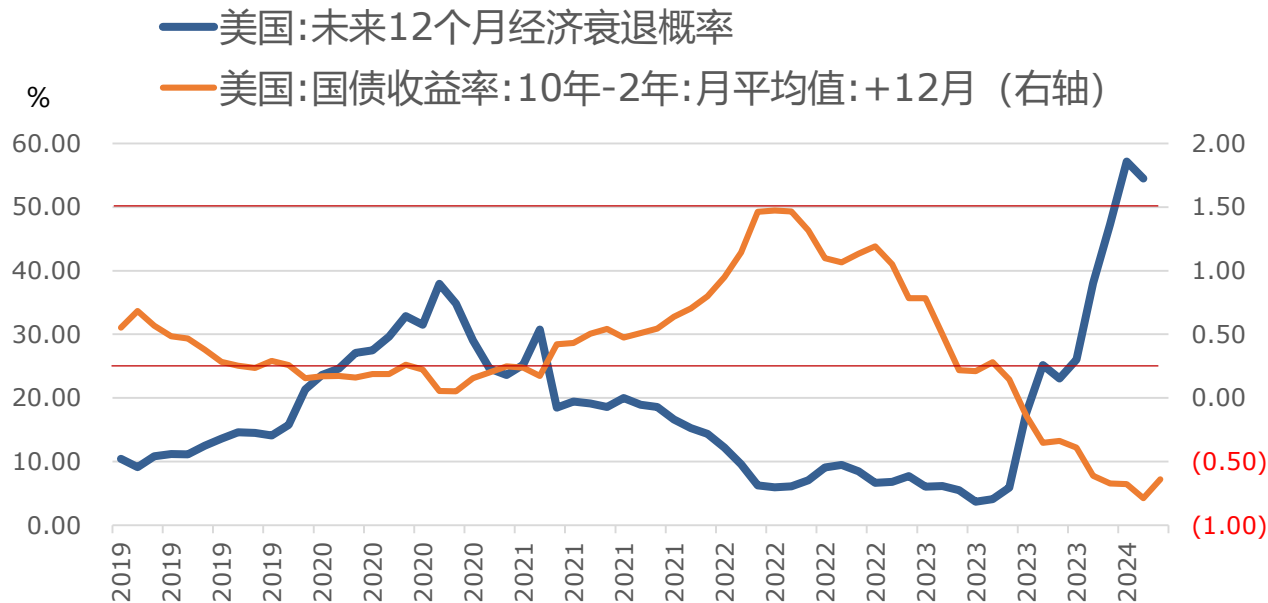
美国经济衰退风险几何



美国经济衰退概率明显加大

- 美国未来12个月衰退概率创40年新高，今年下半年超25%，年底超50%，远超2008年次贷危机时期最高42%和2001年互联网泡沫危机时期最高45%水平

美国纽约联储根据国债期限利差构建经济衰退概率模型，历史经验看当模型概率超过 25%时发生经济衰退



美联储在3月利率会议调低了对经济增长的预期

预测指标	2023	2024	2025	更长周期
实际GDP增幅	0.4 ↓	1.2 ↓	1.9 ↑	1.8
12月预期	0.5	1.6	1.8	1.8
失业率	4.5 ↓	4.6	4.6 ↑	4.0
12月预期	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE通胀	3.3 ↑	2.5	2.1	2.0
12月预期	3.1	2.5	2.1	2.0
核心PCE通胀	3.6 ↑	2.6 ↑	2.1	-
12月预期	3.5	2.5	2.1	-

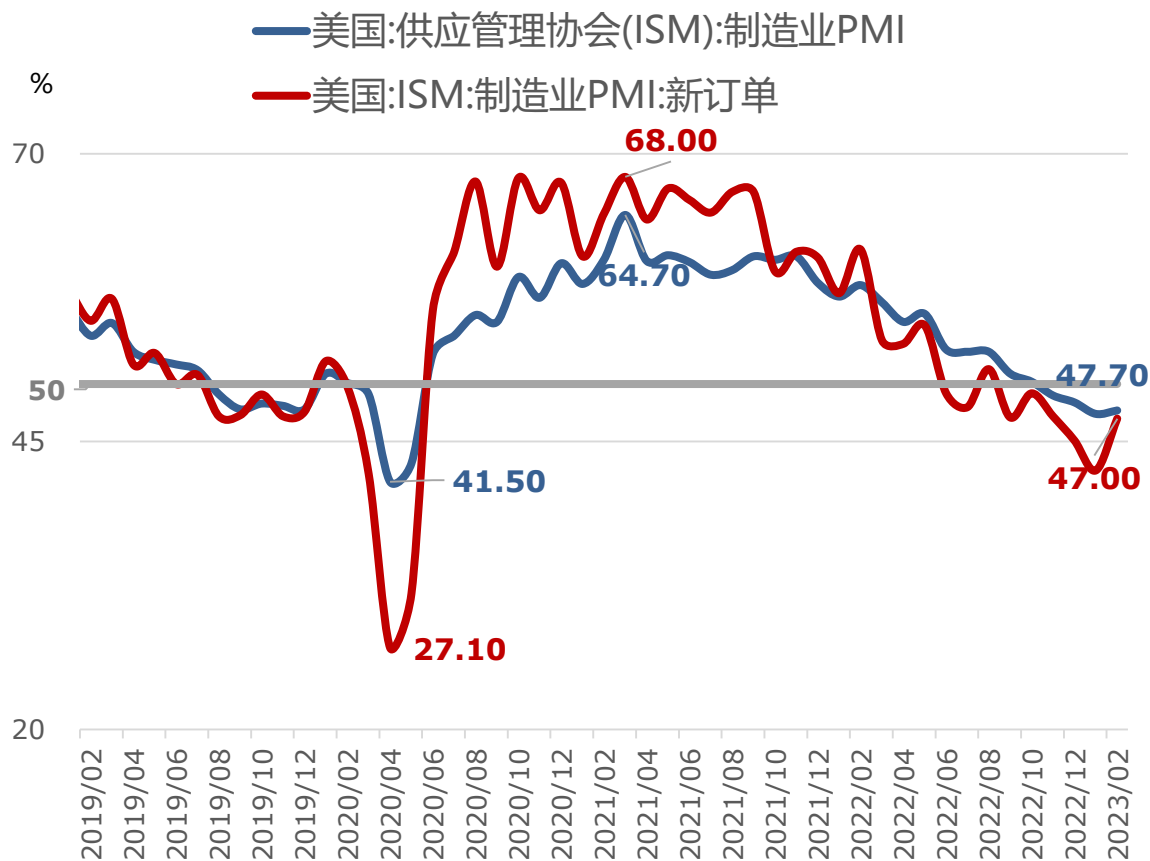
IMF: 3月27日，总裁格奥尔基耶娃表示，在发达经济体因银行破产而出现金融稳定风险后，当地政府已经对金融稳定风险做出了果断回应，并缓解了随之而来的市场压力，但即便如此，**仍需保持警惕**。IMF此前预计今年全球经济增速将仅为2.9%，并将在下个月发布新的预测

世界银行: 3月27日发布报告称，在主要经济体经济增速放缓的背景下，**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%。**当前欧美金融市场的动荡局面正带来新的威胁**，可能加剧全球经济前景的恶化。

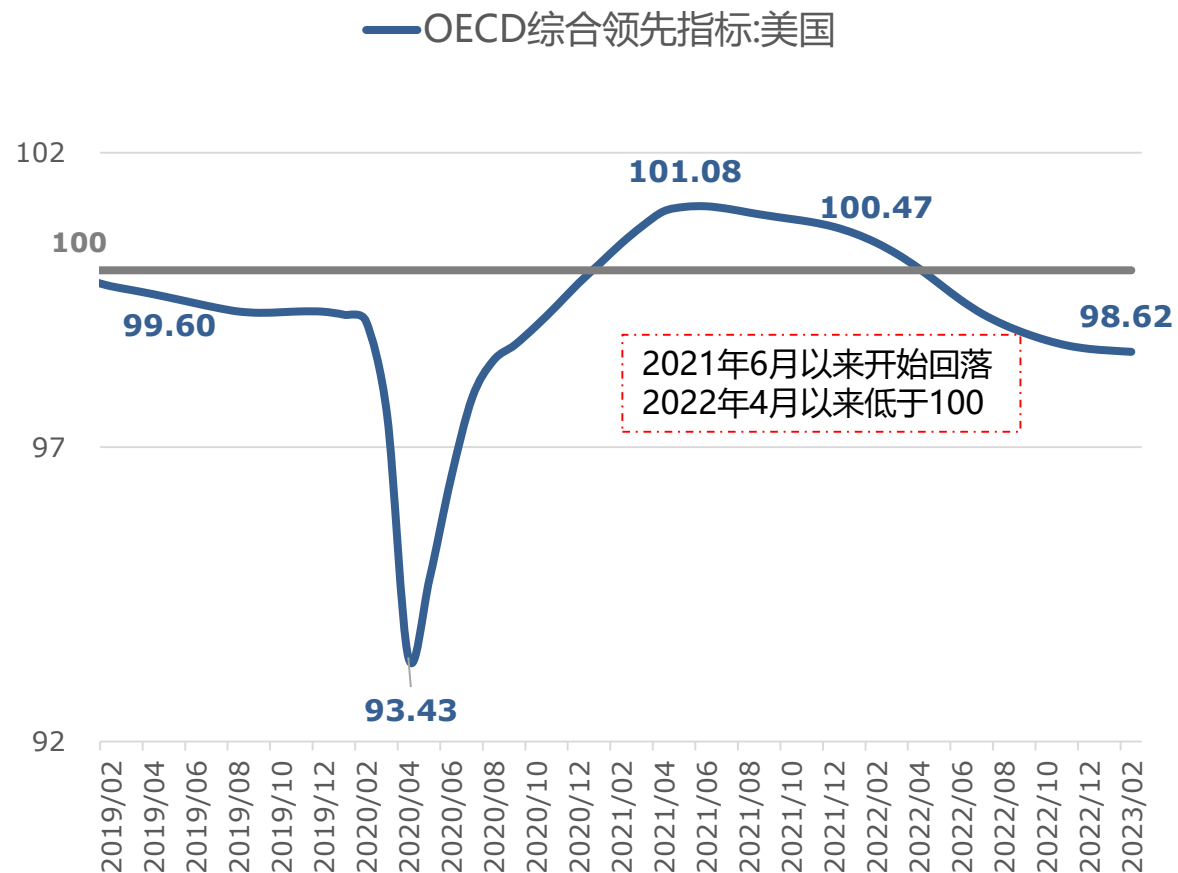
2月美国制造业PMI有所企稳但仍处收缩区间，OECD领先指数持续下行

- 美国ISM制造业PMI自2021年初开始回落，自2022年四季度进入收缩区间，2023年2月有所企稳但仍处收缩区间

PMI首次回升至47.7，新订单指数出现小幅上升



美国OECD综合领先指标继续下行



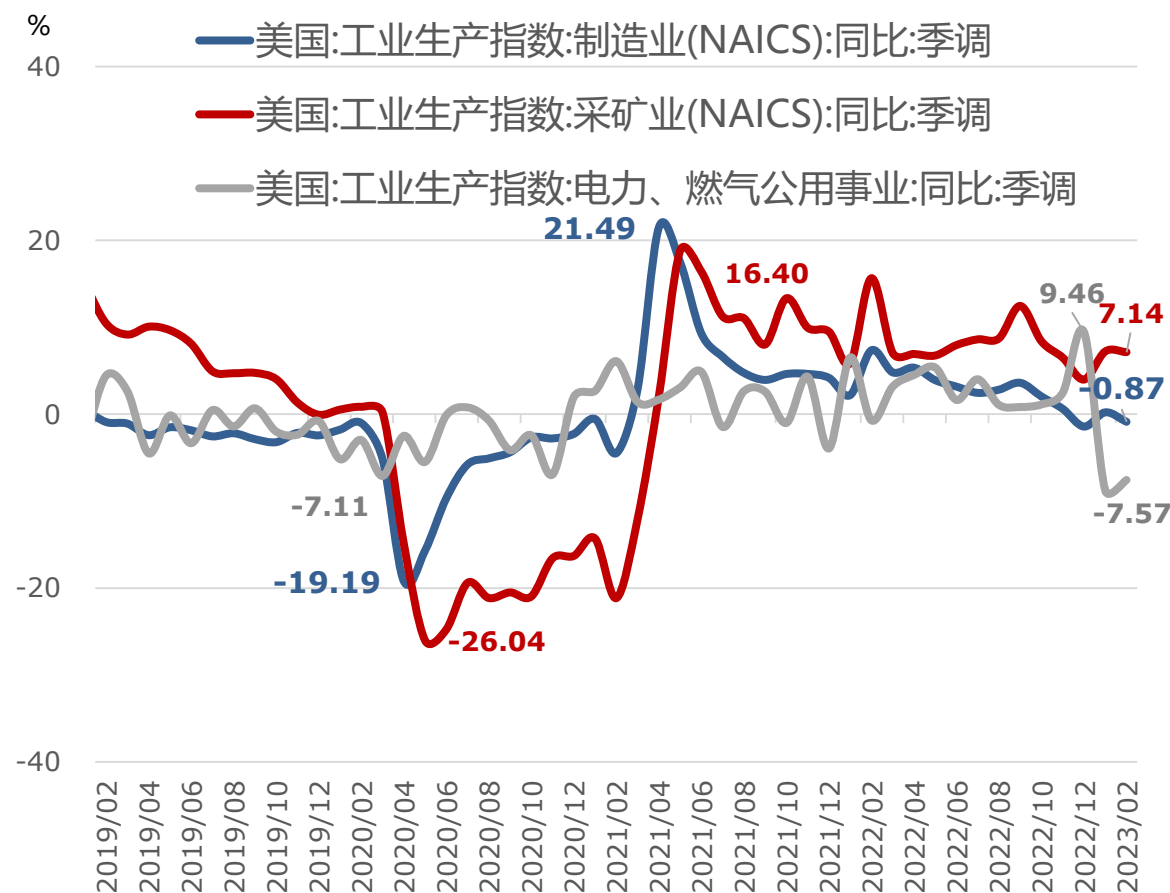
2月工业总体产出指数首次转负，制造业自12月以来基本处于同比收缩区间

- 2月工业产出指数同比下降0.25%，是2021年2月以来首次同比转负，整体工厂产能利用率较低迷。其中制造业生产指数自2022年2月以来同比增速回落，自12月以来基本处于同比收缩区间，说明货币紧缩对经济领域产生负面影响

2月工业产出同比下降0.25%



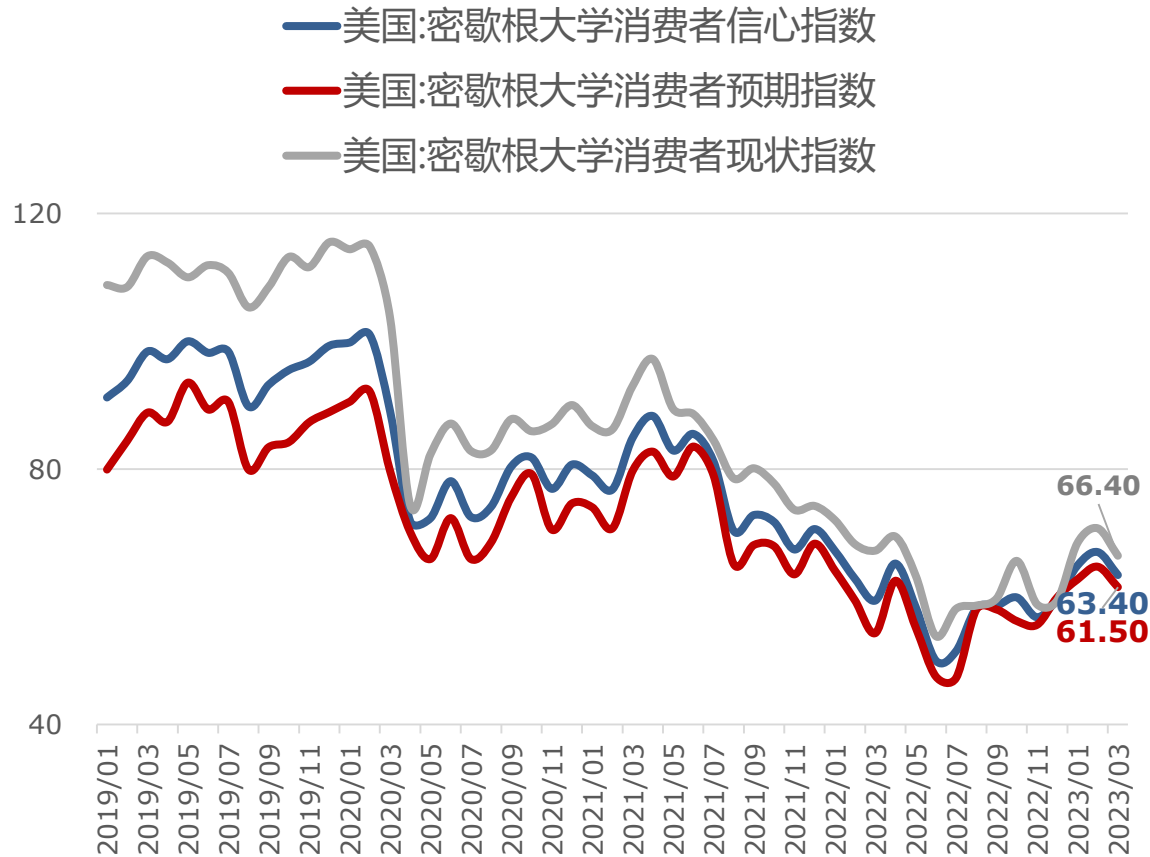
2月制造业生产指数同比继续下行，采矿业同比上涨7.14% 公用事业同比大幅回落



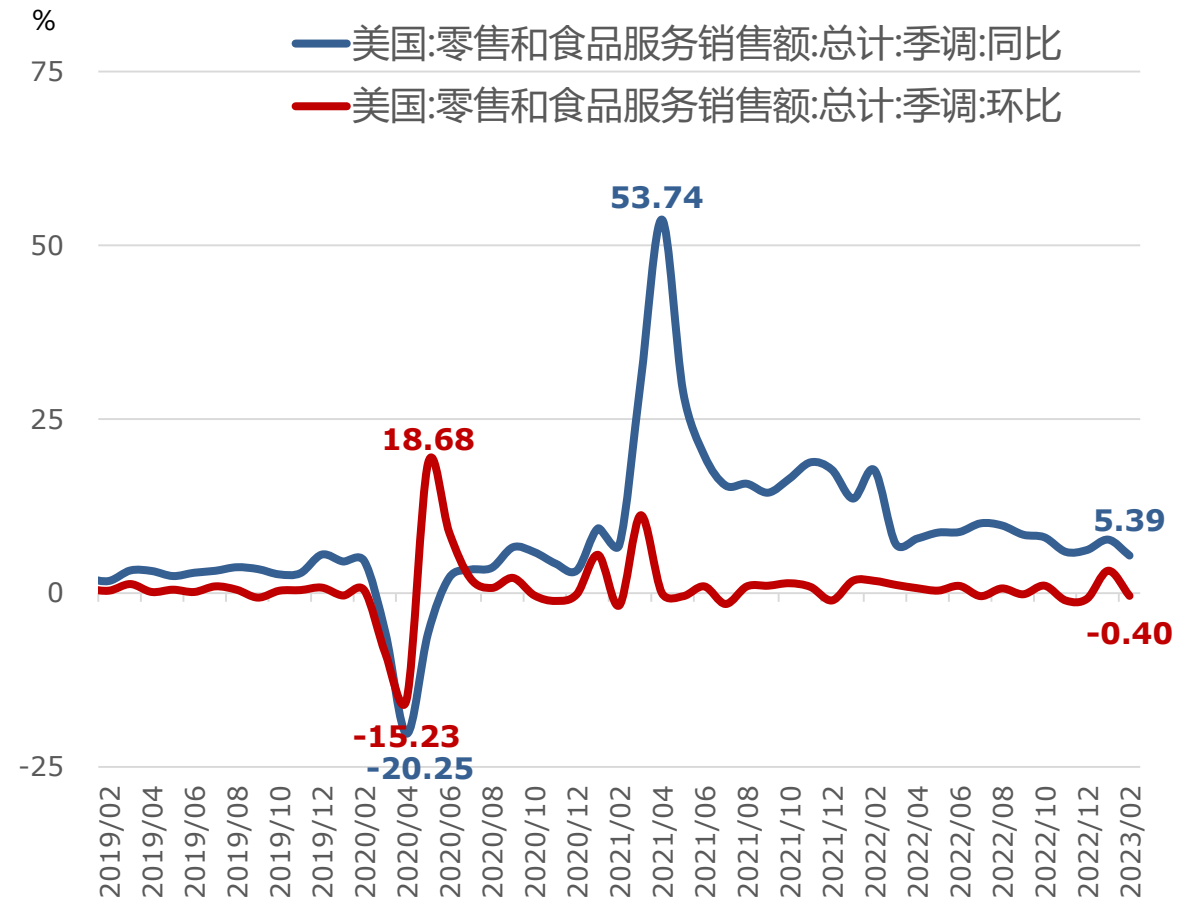
消费信心指数自去年下半年低位反弹，3月再次出现回落

■ 3月美国密歇根消费者信心指数下行至63.4，2月美国零售和食品服务销售额同比增长5.39%，环比下降0.4%

消费者信心指数在3月明显回落



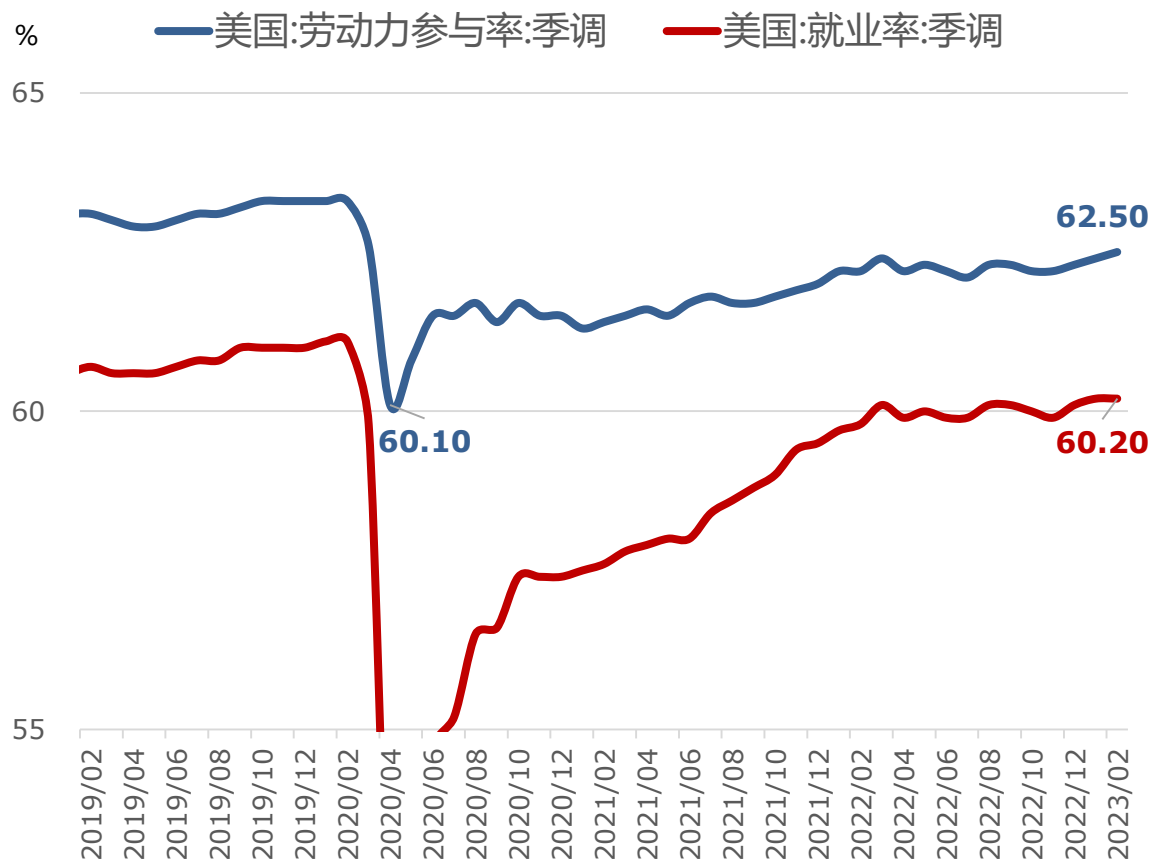
2月份美国零售和食品服务销售额同比增长5.39%，环比下降0.4%



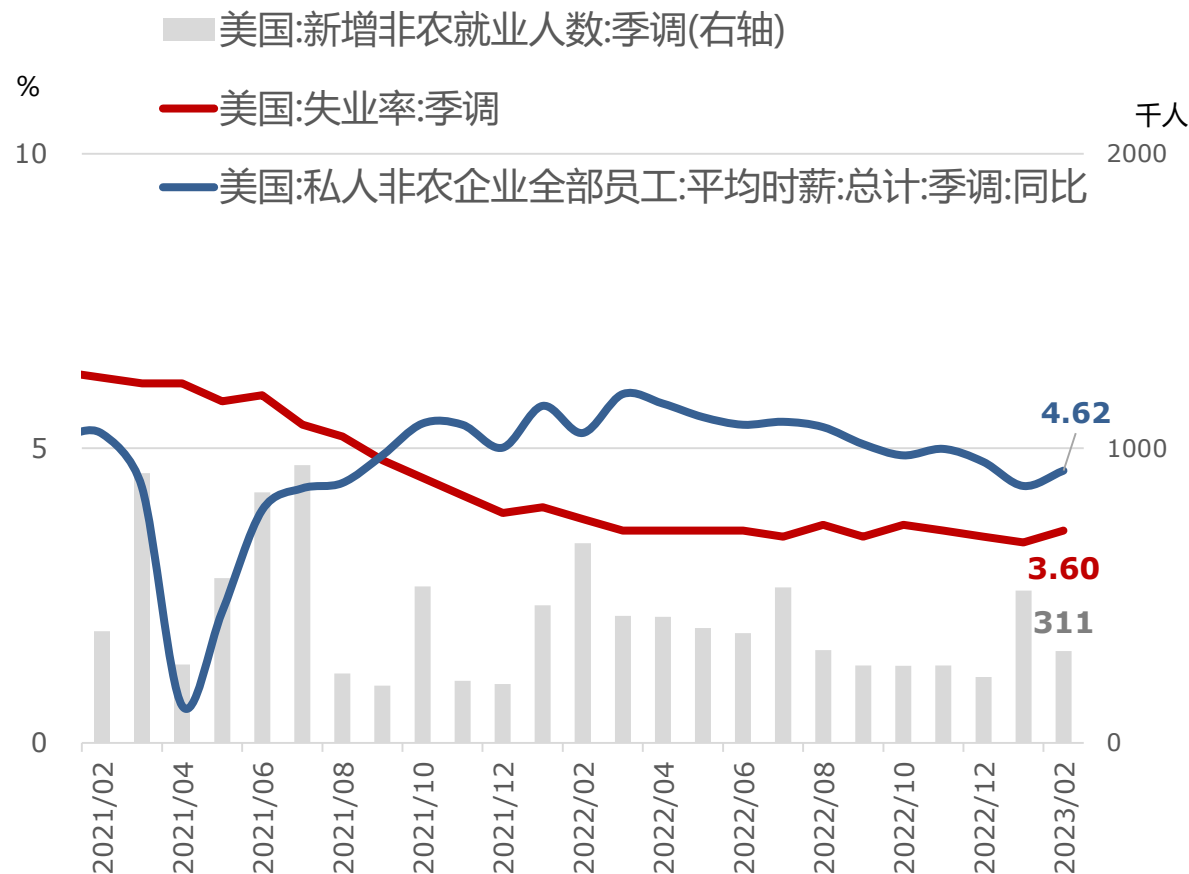
美国劳动力市场偏紧局面依然持续

■ 2月美国失业率小幅回升但仍处历史地位，就业率、劳动参与率维持高位，新增非农就业人数无显著提升，时薪工资同比增速出现反弹，说明劳动力市场仍旺盛

2月就业率持平在60.2%，劳动参与率小幅提升至62.5%



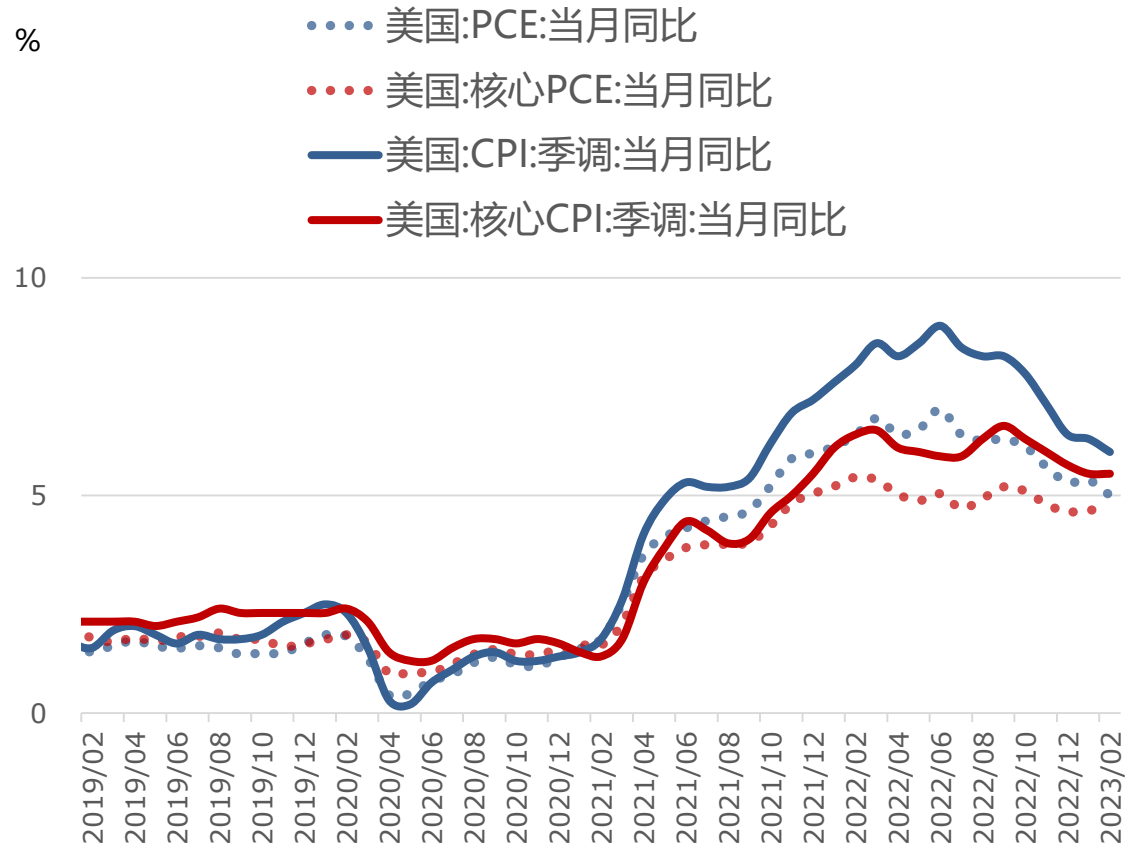
2月美国新增非农就业人数31.1万人，时薪同比上升4.6%



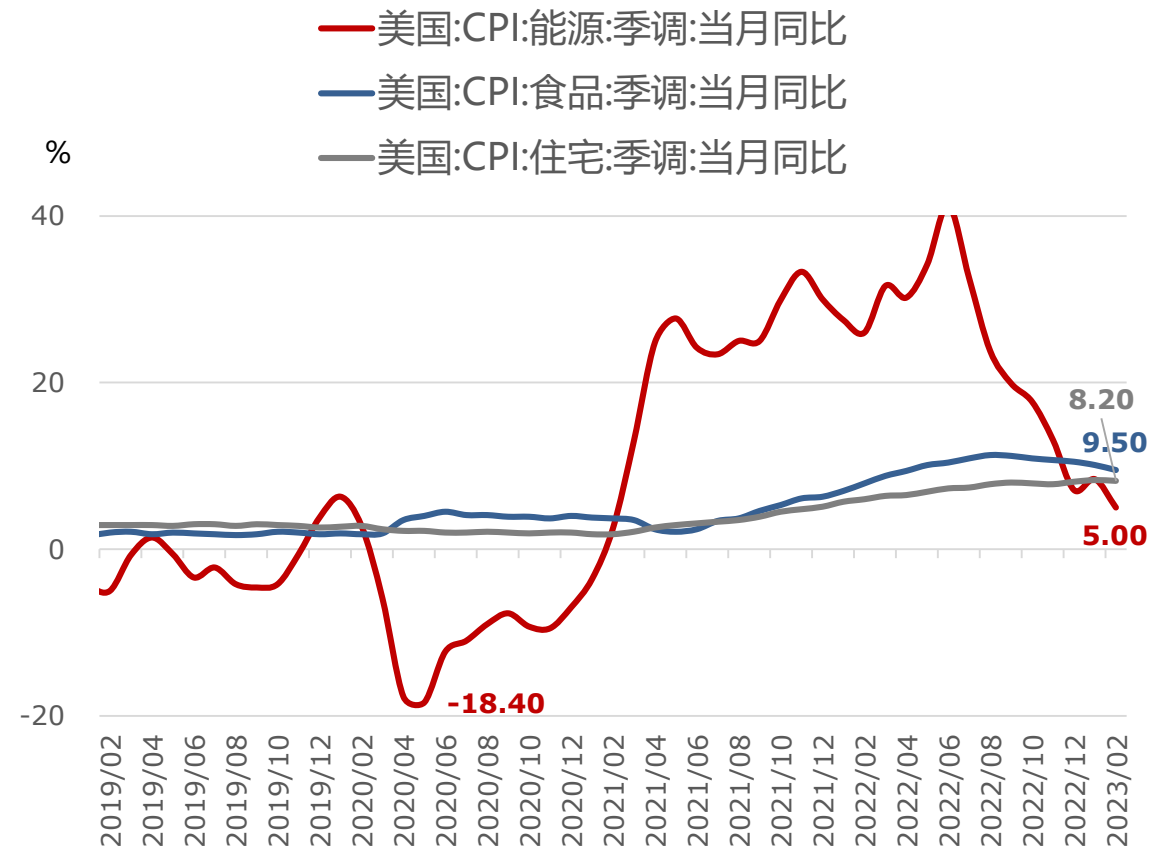
美国2月通胀数据如期回落但韧性仍在

■ 美国2月CPI同比增长6%，低于前值的6.4%，连续八个月增速回落，但距离2%目标仍远。核心CPI季调同比增长5.5%，环比增长0.5%。分项看，住宅、食品、核心服务价格是主要支撑，住宅及核心服务项均有较高粘性

2月美国CPI同比上涨6%，自2022年7月以来延续回落态势。核心CPI同比上涨5.5%，自2022年9月以来延续回落



能源价格增速显著回落，食品价格增速维持韧性，住宅价格增速仍有反弹



免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司	杭州城星路营业部	四川分公司	上海陆家嘴营业部
联系电话：021- 68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-66671202 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司		
联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn