



► **当风险蔓延时。**市场刚准备从2月对于更“鹰派”的货币政策担忧中走出，却被美国一家中型银行的一个“看似再正常不过”的融资计划打乱，市场交易主线转向对于银行破产风险的担忧，避险情绪蔓延，risk-off模式正式开启。资金全线涌入贵金属以及美债，带动贵金属大涨，美债收益率大幅下挫，短端利率下跌幅度远大于长端，曲线倒挂深度有所缩窄。美股、美元以及大宗商品跌幅较大。

► **主线一：金融系统稳定性存疑，萧条交易与避险。SVB与瑞信的信用风险均来自于资产端压力引发负债端恐慌。**尽管瑞信和SVB在客户群体、资产负债表结构、经营模式等有所区别，但其倒闭的引线均为资产端出现了较大的问题：SVB是其投资组合计提大量未实现亏损，股东不得不寻求新的融资，导致资产压力暴露；瑞信则是财报披露推迟，但大股东却表示不会提供救援。市场如惊弓之鸟，既然真实的银行风险不能量化，那么避险总是不会出错的，黄金及美债价格大涨，而商品与欧美股市快速下挫。德银股价的暴跌则是市场恐慌情绪的“产物”，从资产负债表来看，目前德银相对更稳健，资产负债表面临的压力较小，仍不至于上升至破产。**欧美央行纷纷出手相助，叠加银行调整资产结构，避险情绪降温。**银行风险爆发后，美联储采取了担保及流动性支持，瑞士央行则采用资产重组的方法对银行进行救助，使得市场恐慌情绪与流动性告急问题有所缓解。此外，美国商业银行快速调整其资产端结构，增加现金及货币基金投资，减少债券投资，从而降低挤兑风险，市场避险情绪有所降温。**“紧信用”遇上“弱需求”，长期风险仍需警惕。**2022年下半年以来，商业银行信贷标准明显收紧，但实体经济对贷款的需求回落幅度更为明显，“紧信用”对于实体经济的抑制作用能有多少，有待观察。近期工商业贷款用量明显回落，但消费贷款及抵押贷款仍在上升，这也将直接影响联储的货币政策。当前欧美银行风险虽然告一段落，但是“比赛结束”还是“中场休息”需时间验证。后续是否会演变成系统性风险，以下几个指标具有参考价值：1) 美联储的资产负债表；2) 商业银行资产负债表；3) 流动性指标；4) FHLB发债情况。

► **主线二：市场交易转向货币政策收紧尾声。尽管欧美央行3月加息持续，但市场对于加息反应钝化，交易转向紧缩尾声。**3月FOMC会议后，不论是股票市场还是商品市场，均出现了不同程度的反弹。美股成长股的反弹幅度显著高于价值股，商品市场中更受宏观流动性影响的铜表现也好于铝、锌。通胀粘性是市场面临的另一个“定时炸弹”。当市场交易降息时，短期仍是流动性宽松的边际交易，但下一个场景无疑是通胀中枢上移和更久的高利率中枢。

► **萧条还是反萧条：金融稳定 vs 通胀粘性。**短期来看，银行风险暂告一段落，交易或转向“通胀粘性”。由于4月是货币政策空窗期，市场的交易主线或仍然围绕通胀能否快速降温。近期美国经济已经出现见底反弹的信号，叠加CPI扩散仍在进行。只有当市场意识到通胀粘性是长期问题，才可能再次回归到更高、更久的利率交易，商品交易的主线有望以美元的购买力下行为主。**未来看，若联储转向晚且银行风险只是中场休息，降息将带来更大的通胀反弹。**若危机持续蔓延，演化为银行业危机，美联储势必降息从而保护金融系统，再次推升市场流动性；商品将与风险资产齐跌，其后迎来反弹；**若银行业风波结束，并平稳结束，交易或转向“滞胀”。**若SVB事件只是个别案例，银行体系仍然较为健康，那么当前美联储提供的流动性支持或使得“紧信用”边际弱化，叠加近期的需求反弹，美国将持续处于滞胀阶段，通胀的反弹也会使得商品价格得到支撑。

► **风险提示：**美联储加息超预期，欧美爆发银行系统风险。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

研究助理 胡悦

执业证书：S0100122080044

邮箱：huyue@mszq.com

相关研究

- 1.A股策略周报 20230402：“内战”不止，变化将至-2023/04/02
- 2.策略专题研究：民生研究：2023年4月金股推荐-2023/04/02
- 3.行业信息跟踪（2023.3.20-2023.3.26）：新兴家电销售回暖，海外人工智能迎来多重进展-2023/03/28
- 4.策略专题研究：价值重估：“十分之一”的逆袭-2023/03/27
- 5.策略专题研究：资金跟踪系列之六十五：“趋势”加速，内外分化-2023/03/27

目录

1 当风险蔓延时	3
2 主线一：金融系统稳定性存疑，萧条交易与避险	4
2.1 硅谷银行资产端贬值压力飙升引发挤兑	4
2.2 瑞信银行财报披露再次引发恐慌	7
2.3 恐慌情绪造成德意志银行“躺枪”	9
2.4 欧美银行风险“暂告一段落”，危机是否升级有待验证	10
3 主线二：市场交易转向货币政策收紧尾声	13
4 萧条还是反萧条：金融稳定 vs 通胀粘性	15
5 风险提示	16
插图目录	17

1 当风险蔓延时

市场刚准备从 2 月对于更“鹰派”的货币政策担忧中走出，却被美国一家中型银行的一个“看似再正常不过”的融资计划打乱，市场交易主线转向对于银行破产风险的担忧，避险情绪蔓延，risk-off 模式正式开启。资金全线涌入贵金属以及美债，带动贵金属大涨，美债收益率大幅下挫，短端利率下跌幅度远大于长端，曲线倒挂深度有所缩窄。美股、美元以及大宗商品跌幅较大。

具体来看，3 月的银行风险似乎像“多米诺骨牌”，一个的倒闭引发接二连三的倒闭，但深入分析 SVB 及瑞信的真实情况可以发现，其资产负债表的情况并没有恶化至破产的境地，而市场的恐慌情绪以及储户的挤兑才是真正压死骆驼的最后一根稻草。尽管瑞信和 SVB 在客户群体、资产负债表结构、经营模式等有所区别，但其倒闭的引线都是资产端出现了较大的问题：SVB 是其投资组合计提大量未实现亏损，股东不得不寻求新的融资，导致真实情况暴露在公众视野；瑞信则是财报披露被推迟，而大股东却仍坚持不需要援助。市场如惊弓之鸟，既然对于真实的银行风险不能量化，那么避险总是不会出错的。

银行风险的多米诺骨牌到底还会推倒多少家银行，还是就此停止，短期来看，风险蔓延似乎有所缓解，市场也将进入缓和期。但长期而言，是中场休息还是正式结束，仍有待时间的检验。

图1：银行风险引爆市场避险情绪

	2023.3.1-2023.3.8 (SVB暴雷前夕)	2023.3.8-2023.3.23 (欧美银行相继暴雷)	2023.3.23-2023.3.31 (3月FOMC会议后)
商品			
LME铝	-0.42%	-3.26%	5.78%
LME铜	-1.34%	0.78%	0.73%
WTI原油	-0.47%	-8.58%	8.27%
ICE布油	-0.71%	-8.54%	5.91%
伦敦银现	-4.15%	14.82%	4.87%
伦敦金现	-0.71%	8.60%	-0.05%
股市			
道琼斯工业指数	0.43%	-2.34%	3.88%
纳斯达克指数	1.05%	0.81%	4.73%
标普500	0.55%	-1.38%	4.38%
欧元区STOXX50	1.18%	-2.16%	2.84%
法国CAC40	0.78%	-2.64%	2.68%
英国富时100	0.68%	-4.58%	0.86%
德国DAX	1.74%	-2.66%	2.71%
恒生指数	1.34%	-2.29%	4.13%
外汇			
美元指数	0.67%	-2.96%	0.04%
欧元兑美元	-0.30%	2.96%	-0.14%
英镑兑美元	-1.53%	3.50%	0.57%
美元兑日元	0.84%	-4.33%	1.06%
美债			
10Y美国国债收益率 (%)	0.53	-0.46	0.04
2Y美国国债收益率 (%)	0.92	-0.81	0.18
10Y-2Y (%)	-0.39	0.35	-0.14

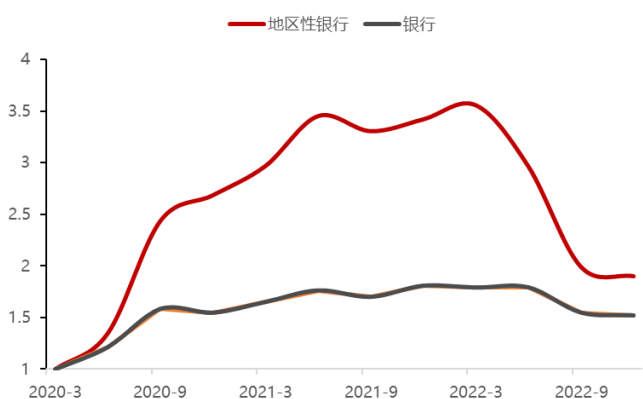
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 主线一：金融系统稳定性存疑，萧条交易与避险

2.1 硅谷银行资产端贬值压力飙升引发挤兑

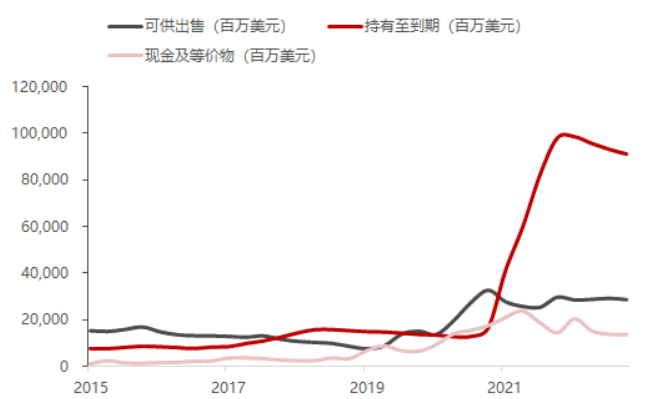
SVB 危机的本质是资产端压力引发负债端恐慌。3月8日硅谷银行金融集团突然宣布低价出售可供出售金融资产，并希望通过发行可转债及发售新股筹措资金，彻底暴露硅谷银行（SVB）的资产端危机。随着融资报告公之于众，客户对银行存续经营担忧飙升，提现要求接踵而至。一方面，SVB 资产端持有的现金远低于其他投资，无法完全满足提现要求；另一方面，SVB 储户集中在杠杆较高的初创企业以及互联网企业，在利率飙升的背景下，高杠杆使得融资成本抬升，企业内部同样面临现金流问题。提现挤兑使得 SVB 快速陷入困境，无法正常运行。一个中型银行的危机彻底点燃了市场对高利率下美国银行能否正常运行的担忧，恐慌情绪蔓延，银行股大跌拖累美股，股指转跌，而避险情绪带动黄金及美债价格大幅上行，美债收益率一度跌破 3.4%。

图2：2022 下半年，地区性银行相对银行业持有现金回落速度较快（2020Q1=1）



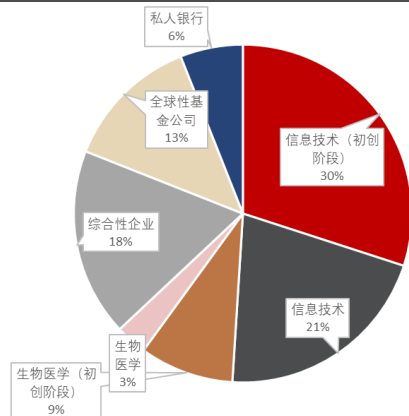
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图3：SVB 资产端长债占比远高于现金及等价物



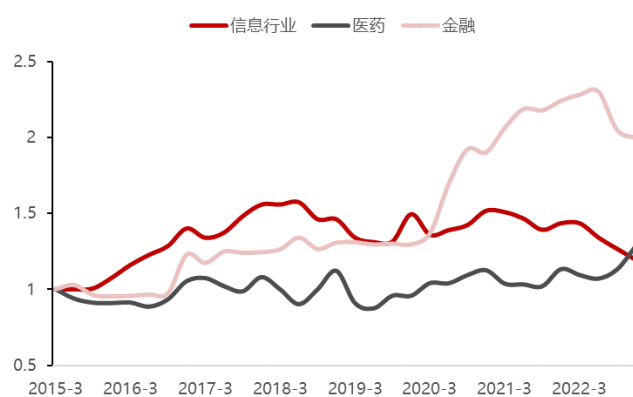
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图4：2022 年，SVB 客户集中在科技、医药及金融行业



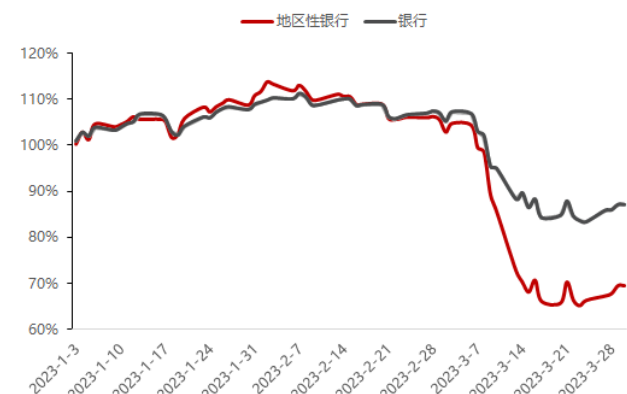
资料来源：SVB，民生证券研究院

图5：美国金融及科技行业近期持有现金快速下滑（2015Q1=1）



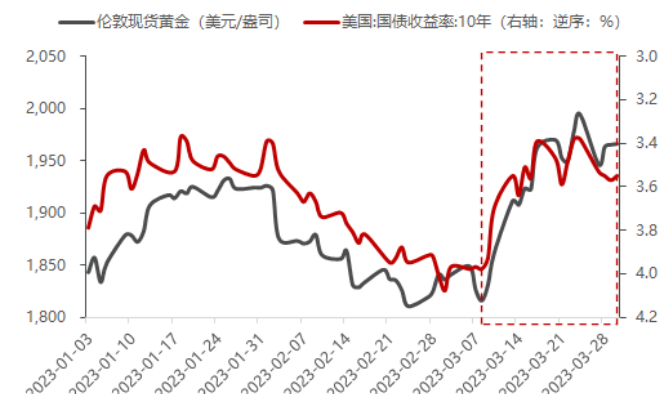
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图6：标普 500 地区性银行指数跌幅超银行业



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图7：避险资产结束近月的持续下行，大幅飙升

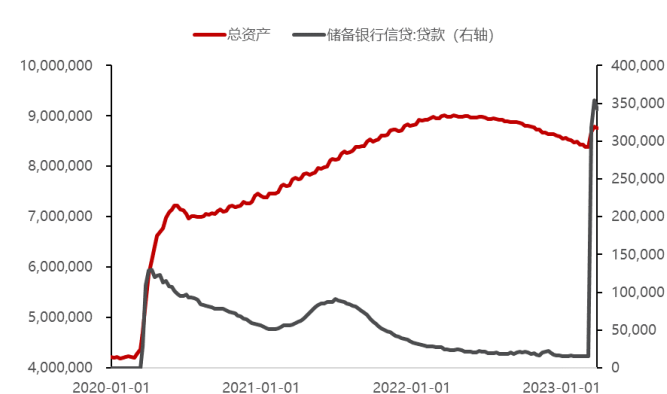


资料来源：Wind，民生证券研究院

银行信贷需求大增，美联储资产负债表迅速扩张。SVB 事件爆发后，美联储迅速介入并推出了 BTFP 工具，为有负债端压力的银行提供流动性支持。在危机爆发的一周内，BTFP 的偿还利率高于贴现窗口利率，导致大部分银行并未首选 BTFP 作为支持工具，而是选择了一级贷款，美联储贴现窗口用量大幅飙升。随着 3 月 FOMC 会议加息 25bp 落地，贴现窗口利率抬升，BTFP 相对贴现窗口的贷款利率更具吸引力，此外，BTFP 对于银行的要求更为宽松，偿付周期也相对更灵活，因此银行转而采用 BTFP 进行流动性补充。危机爆发第二周，BTFP 用量增长 41.7 亿美元，而贴现窗口则减少 42.6 亿美元。由于美联储资产负债表的扩张，市场流动性紧张问题大幅缓解，FRA-OIS 高位回落。

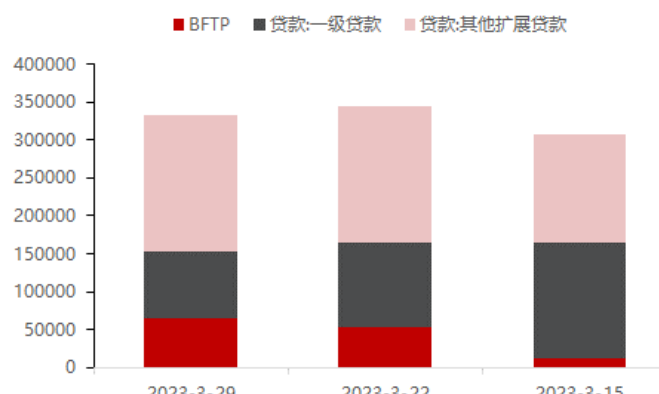
金融系统稳定性需求上升，市场对利率终点定价迅速回落。银行业风险暴露使得市场意识到，联储的快速加息已经在利率敏感的脆弱部门埋下炸弹，任何风吹草动都可能成为引爆炸弹的火苗。在 3 月 FOMC 会议尚未召开之前，市场对暂停加息甚至降息的呼声愈来愈高，同时，下半年降息预期愈演愈烈。在保护脆弱部门和应对高通胀之间，市场认为美联储更愿意选择前者。货币政策预期转向，美元应声大跌，纳指表现明显好于道指。

图8：美联储对储备银行贷款支持飙升（百万美元）



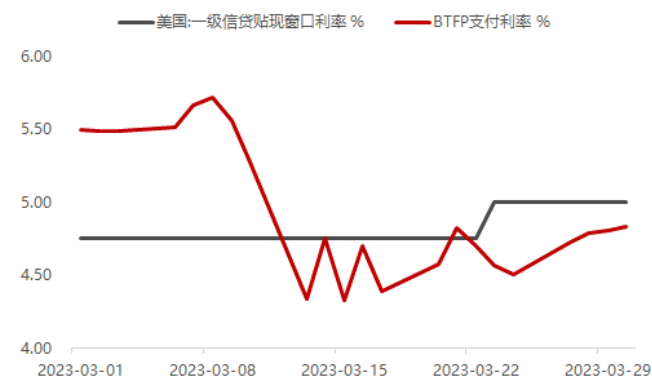
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：BTFP 用量快速抬升（百万美元）



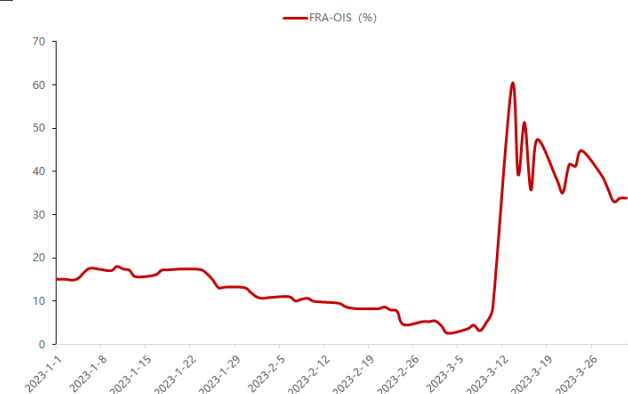
资料来源：Fed，民生证券研究院

图10: BTFP 贷款利率快速下行 (%)



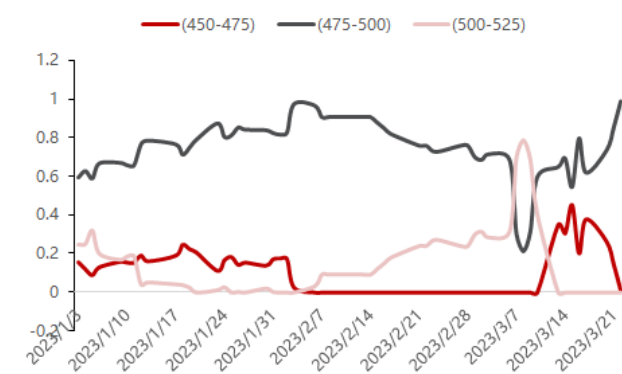
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图11: 市场流动性紧缺问题有所缓解 (%)



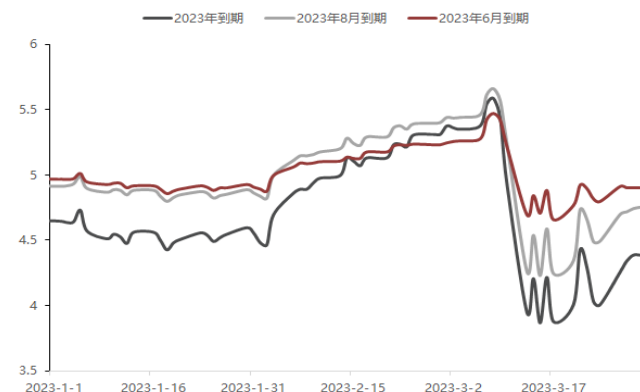
资料来源: Fed, 民生证券研究院

图12: 3月不加息甚至降息的预期抬升 (%)



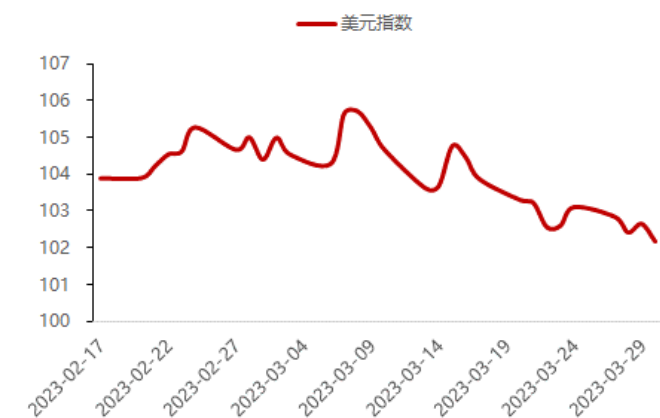
资料来源: CME, 民生证券研究院

图13: 市场加息预期骤降, 降息预期骤升 (%)



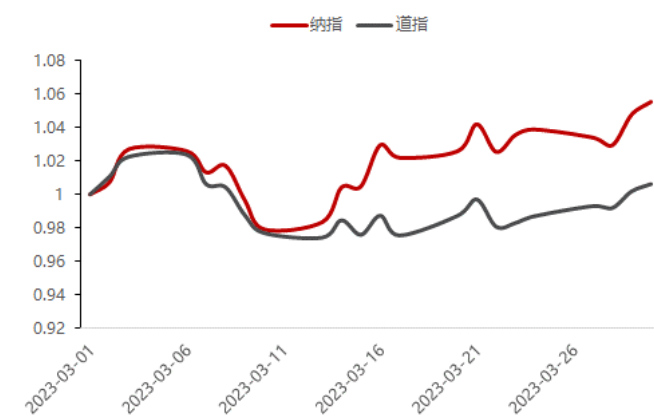
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图14: 美元指数快速回落 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: 纳指表现明显好于道指 (%)



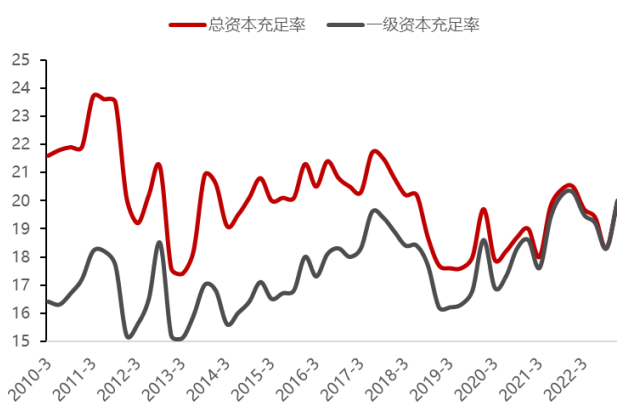
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 瑞信银行财报披露再次引发恐慌

瑞信储蓄外逃风险上升，但整体仍然可控。2022 年底，瑞信的一级资本充足率处于历史高位，但扩充资本大量减少，导致总资本充足率回落明显，至 2022 年已经回落至一级资本充足率水平。资产负债表方面，2022 年底瑞信储蓄大量流出，资产端现金快速流出。究其原因，瑞信的客户以高净值客户为主，业务收入中 40%来自于财富管理。高净值客户同样对高利率较为敏感，随着高利率对投资形成负面影响，其现金需求飙升，银行面临客户净资产大量流出的问题。

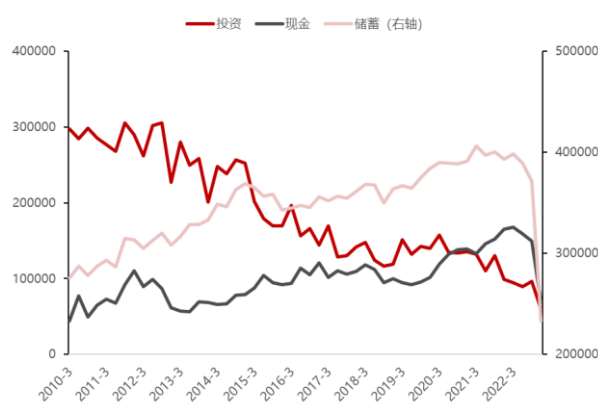
资产端无法得到支持是市场恐慌的来源。如果说瑞信的财报推迟披露是信用崩溃的起点，那么瑞信陨落的致命原因或许是最大股东对于无法提供援助的表态，叠加前期美国硅谷银行的暴雷，恐慌情绪进一步飙升，欧洲股市集体暴跌，其中瑞士 SMI 指数跌幅最大。瑞信 CDS 报价大幅飙升，市场大幅抛售其股票，股价跌幅接近 70%，导致其不得不寻求援助。

图16：瑞信银行资本充足率并不算低（%）



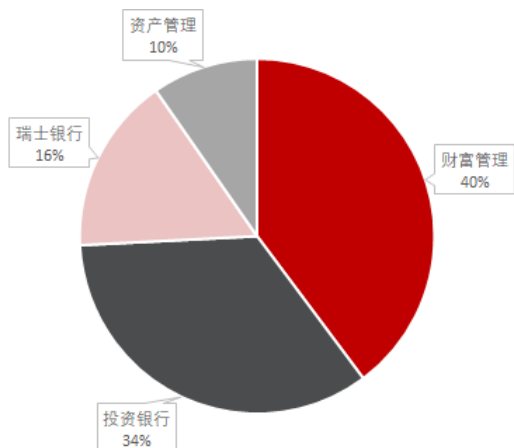
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图17：2022 年底瑞信就面临储蓄大幅流出（百万美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：瑞信 22Q4 收入大部分来自于高净值客户



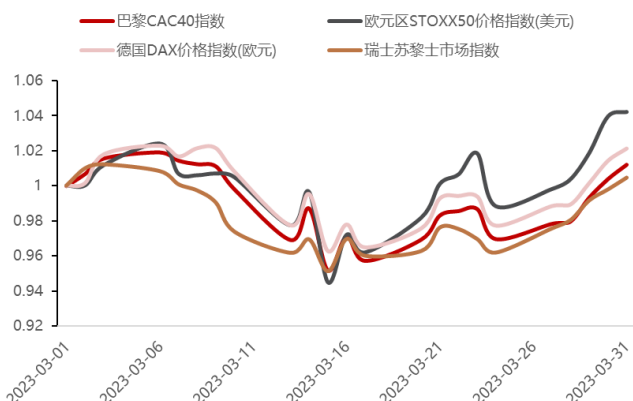
资料来源：瑞信官网，民生证券研究院

图19：财富管理部门的客户净资产大量流出

in CHF mn		4Q22	3Q22	4Q21	Δ 4Q21	2022	2021	Δ 2021
Revenues	Net interest income	416	615	502	(17)%	2,103	2,110	-
	Recurring commissions and fees	360	382	432	(17)%	1,570	1,813	(13)%
	Transaction-based	331	357	413	(20)%	1,744	2,481	(30)%
	Adjusted net revenues	1,107	1,355	1,345	(18)%	5,412	6,400	(15)%
PCL/ Costs	Adjusted provision for credit losses	(11)	7	(7)		9	-	
	Adjusted total operating expenses	1,273	1,270	1,214	5%	5,154	4,616	12%
	Adjusted pre-tax income	(155)	78	138	n/m	249	1,784	(86)%
Profitability	Reported pre-tax income	(199)	21	157	n/m	(631)	2,307	n/m
	Adjusted RoRC ¹	(6)%	3%	4%		2%	14%	
	Reported RoRC ²	(7)%	1%	5%		(5)%	18%	
	Adjusted cost/income ratio	115%	94%	90%		95%	72%	
	Adjusted net margin in bps	(11)	5	7	(18)	4	24	(20)
AUM	Assets under management in CHF bn	540	635	743	(27)%	540	743	(27)%
	Net new assets in CHF bn	(92.7)	(6.4)	(2.9)		(95.7)	10.5	
Balance Sheet	Net loans in CHF bn	78	89	103	(24)%	78	103	(24)%
	Risk-weighted assets in CHF bn	55	63	60	(9)%	55	60	(9)%
	Leverage exposure in CHF bn	179	231	233	(23)%	179	233	(23)%
RM's	Number of relationship managers	1,790	1,880	1,890	(5)%	1,790	1,890	(5)%

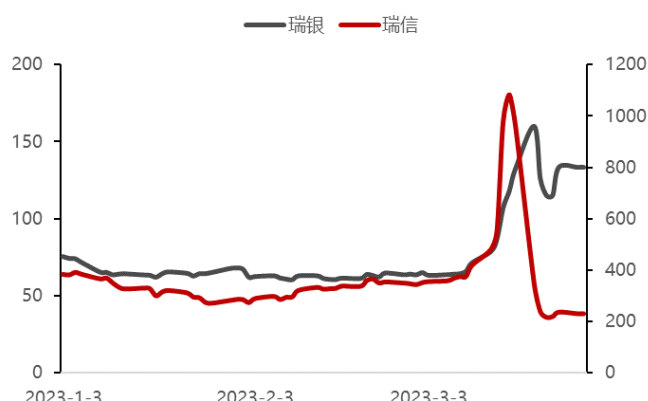
资料来源：瑞信官网，民生证券研究院

图20: SMI 指数受瑞信影响大幅下挫 (2023.3.1=1)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图21: 瑞信银行 CDS 报价大幅飙升 (bp)

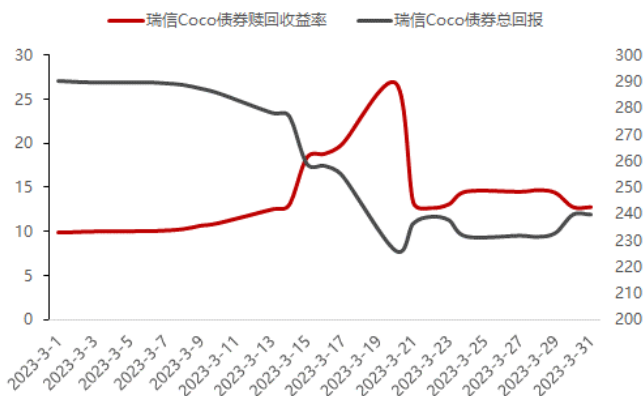


资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

瑞士央行出手“拯救”瑞信银行，债券回报率止跌。本轮援助瑞士央行将通过瑞信额外一级资本债券（AT1）减记推动瑞银对瑞信的收购，而瑞银收购瑞信的 30 亿瑞郎也将来自瑞士银行提供的 1000 亿瑞士法郎的流动性援助贷款，并提供联邦违约担保。作为 AT1 重要组成部分的 Cocom 债券总回报率在此新闻宣布后见底，赎回收益率见顶回落，欧美银行的 Cocom 债券同样受到波及。由于瑞士央行的及时出手，债券市场的风波告一段落，回报率有所抬升。

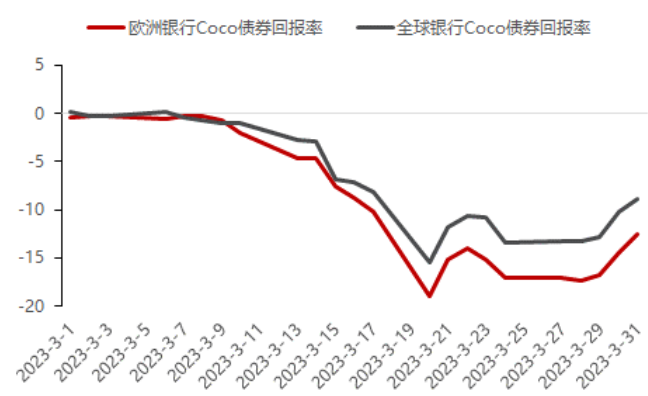
美联储或也是本轮危机的流动性“供应商”。在瑞士央行提出收购方案后，美联储资产负债表中的向海外机构提供的正回购大幅飙升，远超 2020 年 3 月疫情爆发时的流动性紧缺阶段，引发市场紧张。一方面，600 亿美元的流动性需求或说明“某央行”正面临较大的流动性问题，若不是瑞士央行，可能表示仍有其他重大银行面临危机。不过，由于能提供 600 亿美元的美债抵押品的央行并不多，叠加瑞信收购方案近在眼前，因此当前市场估计该央行大概率为瑞士央行。此外，当前正回购余额已经有所下降，市场对于银行业的担忧短期内告一段落。

图22: 瑞信可转换债券总回报率大幅下跌 (%)

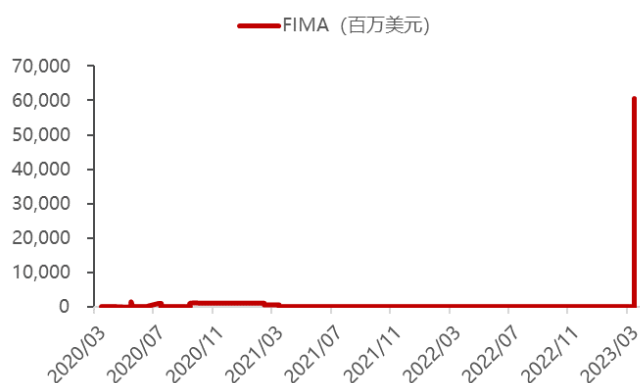


资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

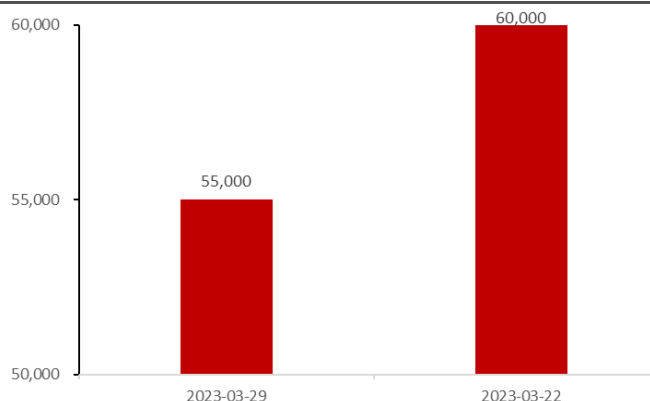
图23: 欧美银行 Cocom 债券回报率同样受到波及 (%)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图24：美联储 FIMA 供应远超疫情危机期间


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

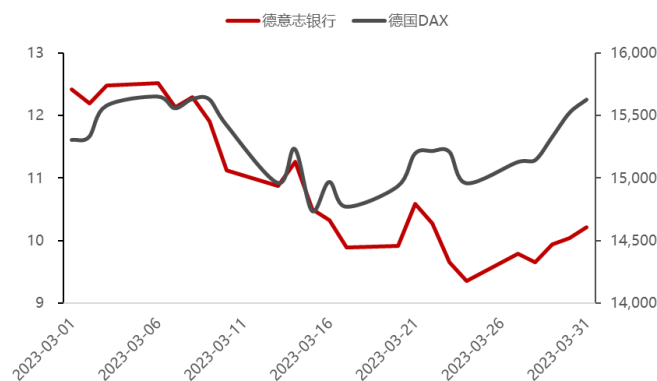
图25：海外央行对美元需求高达 600 亿美元（百万美元）


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

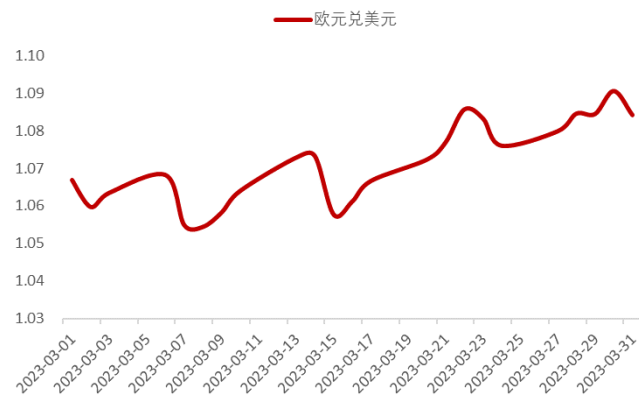
2.3 恐慌情绪造成德意志银行“躺枪”

德银回购二级债消息却引发市场恐慌。德银股价的暴跌要“归功于”关于低价回购二级债券的新闻。一方面，前有SVB后有瑞信，市场犹如“惊弓之鸟”；另一方面，德银以低于面值的价格回购其二级债券，其CDS报价从144bp飙升至203bp。德银股价于3月24日盘中一度跌14%，拖累DAX指数，欧元兑美元一度跌超1%。

德银资产负债表相对于SVB及瑞信更稳健。从资产负债表来看，目前德银相对而言更稳健。资产端，德银的投资占比较低，不到10%，反观SVB高达50%的投资占比，投资组合面临利率飙升的风险更小；现金及等价物的占比在22年四季度甚至有所抬升，而瑞信则出现大幅下滑。更重要的负债端方面，SVB及瑞信均在22Q4遭遇储户大量提现，已然存在挤兑风险，但德银的储户储蓄仍在上升。整体而言，德银的资产负债表面临的压力较小，仍不至于上升至破产。

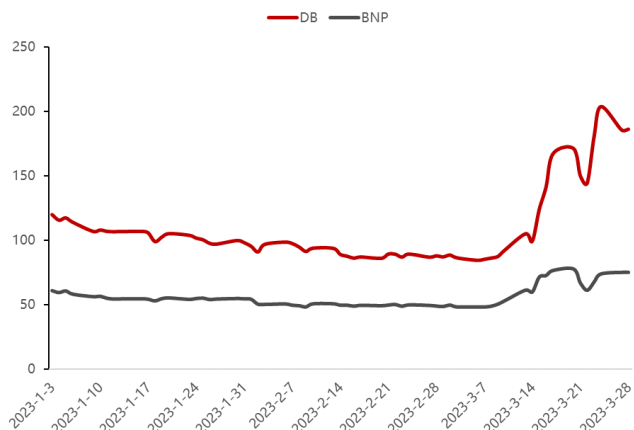
图26：德银股价暴跌拖累DAX指数（右轴：DAX）


资料来源：wind，民生证券研究院

图27：德银危机引发欧元相对美元贬值


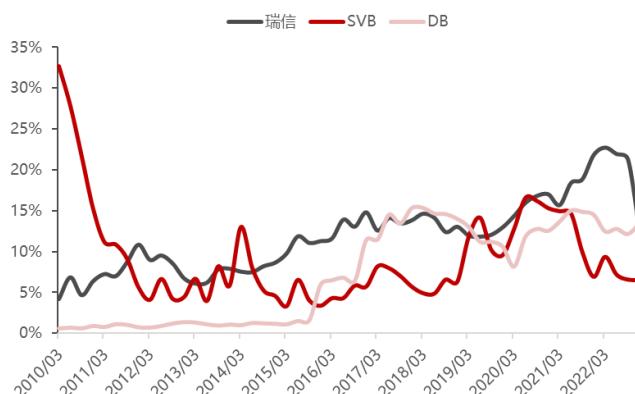
资料来源：wind，民生证券研究院

图28：德银 CDS 报价相对其他欧洲银行飙升 (bp)



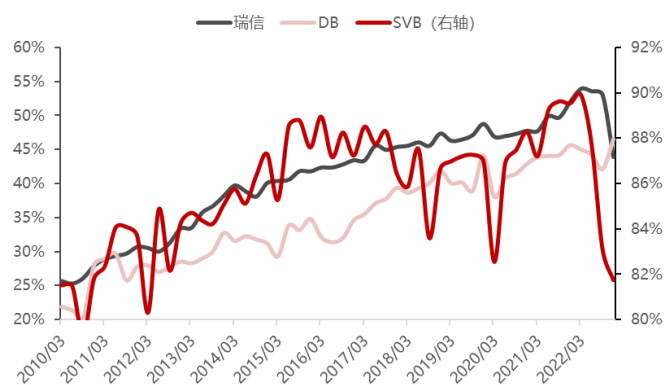
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图29：德银现金占总资产比率小幅抬升



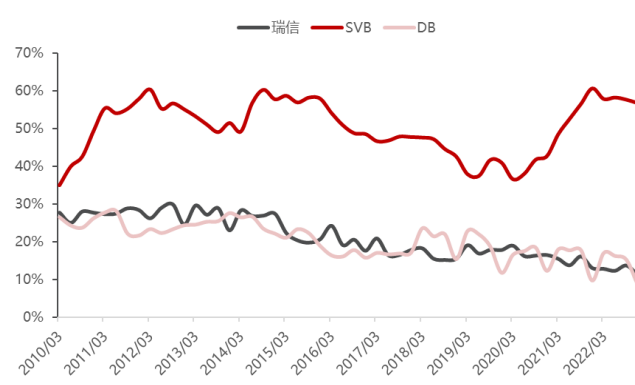
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图30：德银并未遭遇客户挤兑问题



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图31：德银投资占总资产比例相对较低



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2.4 欧美银行风险“暂告一段落”，危机是否升级有待验证

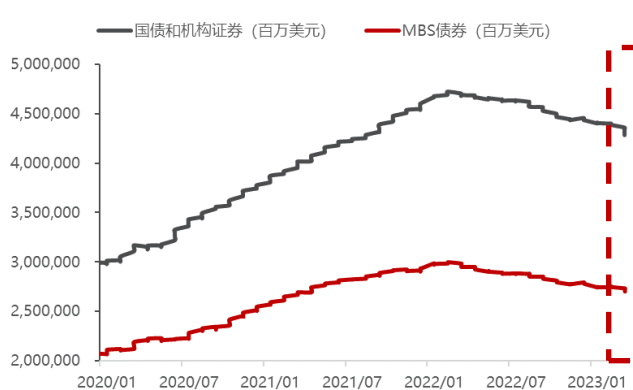
银行风波已经使得美国银行业开启谨慎投资。SVB 破产后，美国银行业立刻开始重视其资产负债表的稳健性。商业银行快速调整资产的结构，大幅提升现金及货币基金的投资，减少投资端的美债及 MBS 债券。现金占储户储蓄的比例快速飙升，有助于控制挤兑风险；减少债券投资则有助于缓解 2022 年下半年以来证券投资的巨额未实现损失。目前商业银行的风波告一段落，市场恐慌有所缓和。

“紧信用”遇上“弱需求”，目前银行风险可控。银行的流动性风险将快速收紧信贷标准，对实体经济产生抑制作用，从而缓解银行信用风险。2022 年下半年以来，商业银行信贷标准明显收紧，但实体经济对贷款的需求回落幅度更为明显，因此，“紧信用”对于实体经济的抑制作用能有多少，仍有待观察。周度数据来看，近期工商业贷款用量明显回落，但消费贷款及抵押贷款仍在上升，这也将直接影响联储的货币政策。

未来 SVB 事件是否会上升为银行系统风险，需要关注几个重要指标：1) 美联储的资产负债表，包括贴现窗口、BTFP 工具以及海外央行流动性互换需要用到的 FIMA 工具；2) 商业银行资产负债表，尤其是负债端的储蓄流出压力、资产端可供出售金融资产的未实现损失情况以及银行现金占客户储蓄的比例。一旦资产端面临的贬值风险上升，或带来负债端的挤兑风险。3) 流动性指标，例如 FRA-OIS、隔夜银行融资利率等。4) FHLB 的发债情况。作为地区银行重要贷款方，FHLB 是仅次于美联储的重要贷款渠道，一旦其发债规模大幅扩大，说明地区银行的融资需求飙升，面临的风险也较大。若未来 SVB 事件不断扩散蔓延，演变为银行系统风险，那么美国陷入衰退的概率直线上升，联储也不得不采取降息来稳定金融系统。届时，通胀二次反弹的概率扩大，通胀也将更难管理，市场交易主线或围绕萧条与高通胀。

图32：美国商业银行现金/存款快速飙升


资料来源：Wind，民生证券研究院

图33：美国商业银行债券持有量下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

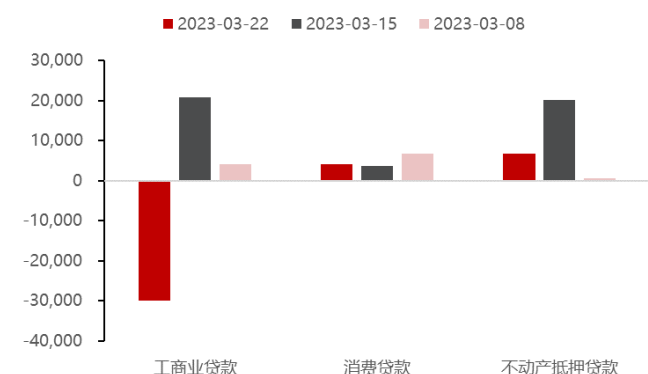
图34：机构货币基金持有量大幅飙升


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图35：银行业证券投资未实现损失飙升（百万美元）

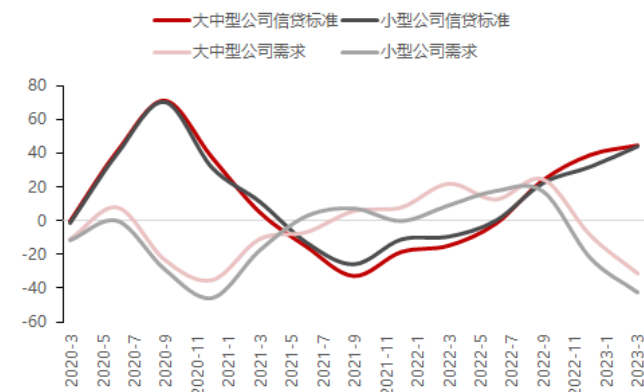

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图36：美国工商业贷款近期大幅回落（百万美元）



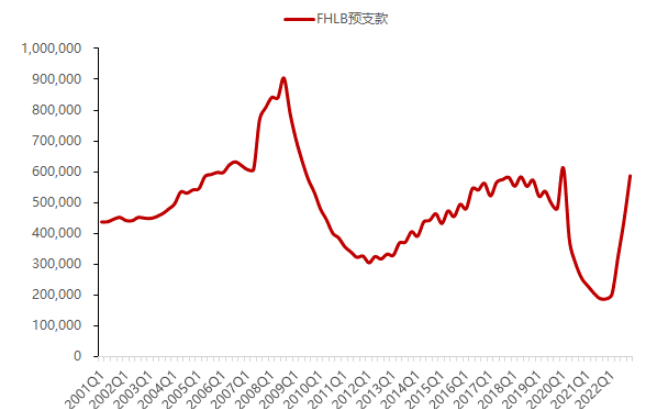
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图37：美国商业贷款需求下滑幅度远大于信贷标准收紧程度



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图38：FHLB 给地区性银行的预支款已经飙升（百万美元）

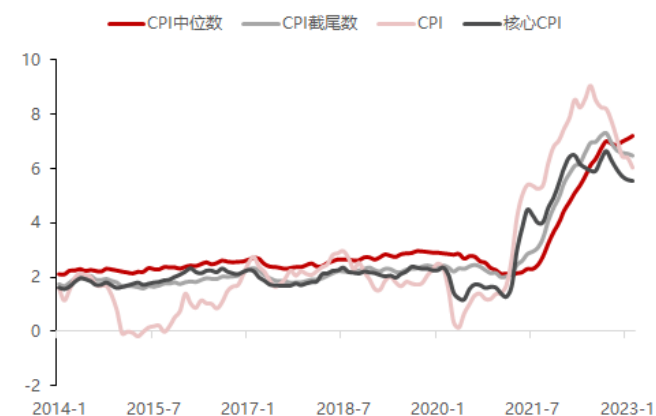


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

3 主线二：市场交易转向货币政策收紧尾声

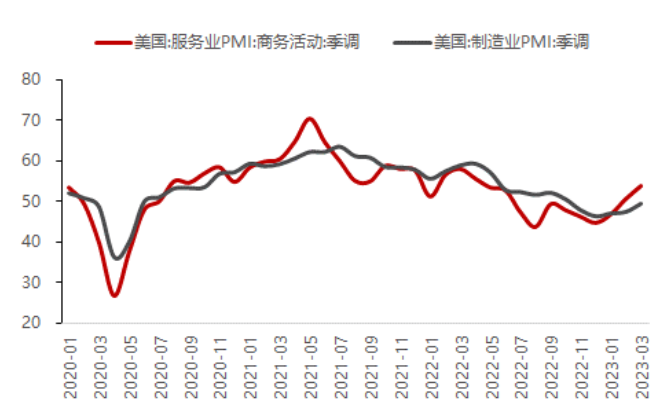
高通胀压力下，欧美央行仍选择继续收紧货币政策。尽管 3 月的欧美银行风波不断，但面临通胀居高不下的压力下，欧美银行仍然选择加息从而抑制高通胀。我们曾在《天秤的两端》提及，银行风险事件内，联储将选择两害相权取其轻，在通胀的受损部门以及加息的受损部门，或许前者相关利益更需照看。如果美联储轻易开启降息，通胀反弹的风险将大幅加大，届时降通胀所需的加息幅度或更难承受。当前欧美 CPI 看似持续下行，但仍存在结构性问题，叠加美国 PMI 再次反弹，通胀二次上行的压力也在加剧，加息或许是央行不得不的选择。

图39：美国 2 月 CPI 中位数继续攀升



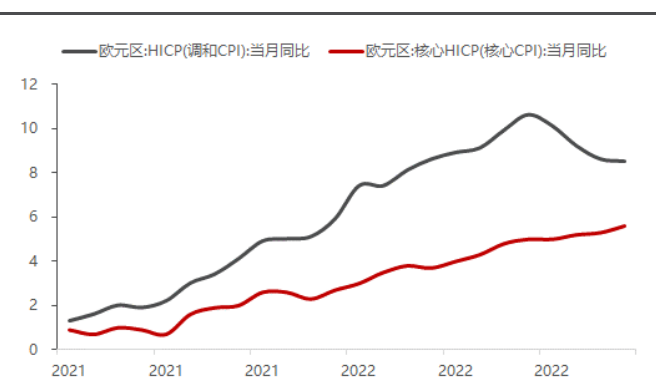
资料来源：wind，民生证券研究院

图40：美国服务业 PMI 反弹至荣枯线上方



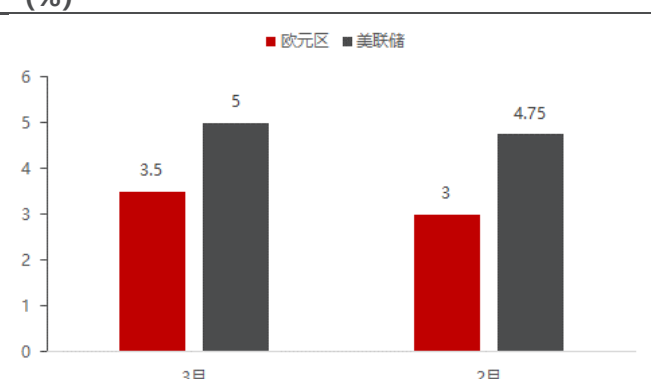
资料来源：wind，民生证券研究院

图41：欧洲核心 CPI 仍在上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图42：欧美央行并未因银行风险而停止加息脚步 (%)

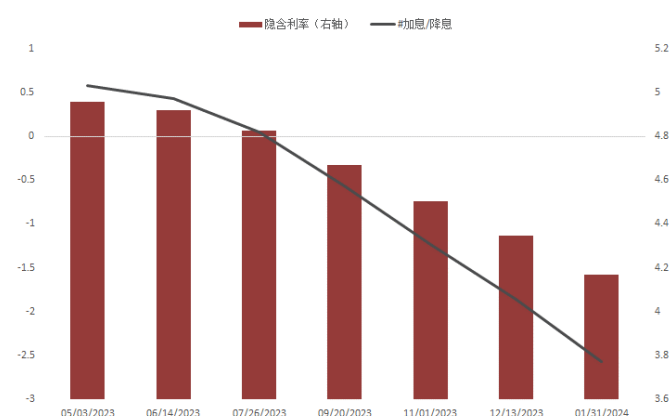


资料来源：wind，民生证券研究院

但市场对于加息反应钝化，已然开启交易紧缩尾声。当前利率定价来看，市场似乎已经开始期待下半年降息。3 月 FOMC 会议后，不论是股票市场还是商品市场，均出现了不同程度的反弹。美股成长股的反弹幅度显著高于价值股，商品市场中更受宏观影响的铜表现也好于铝、锌。叠加银行系统风险告一段落，市场情绪回温，风险偏好有所抬升。

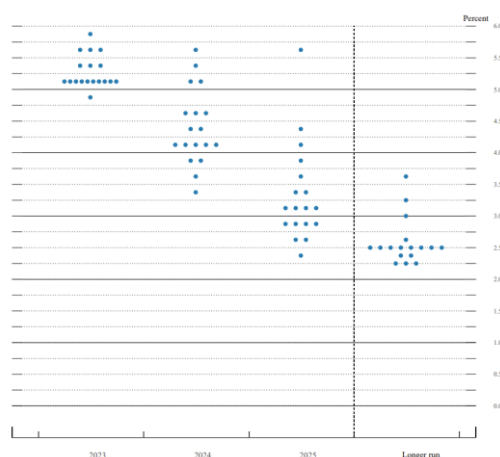
通胀粘性是市场面临的另一个“定时炸弹”。当市场交易降息时，就该意识到硬币的反面是通胀粘性，甚至二次反弹。因此，即使在3月的FOMC会议上，鲍威尔也只敢表示“加息或接近尾声”，但同时强调“降息未必会至”。2023年点阵图显示利率中位数仍然处于5%-5.25%，降息仍未纳入考虑。往后看，若银行风险告一段落，市场对货币政策的预期或需要调整，届时交易主线或再次回到“通胀粘性”。

图43：市场已然开始定价美联储降息 (%)



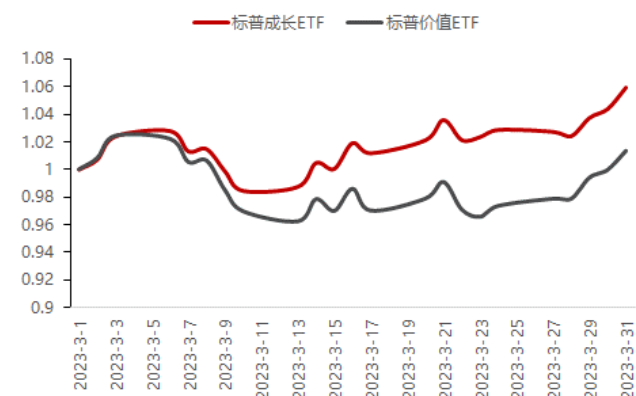
资料来源：wind，民生证券研究院

图44：点阵图显示今年降息概率仍然较低



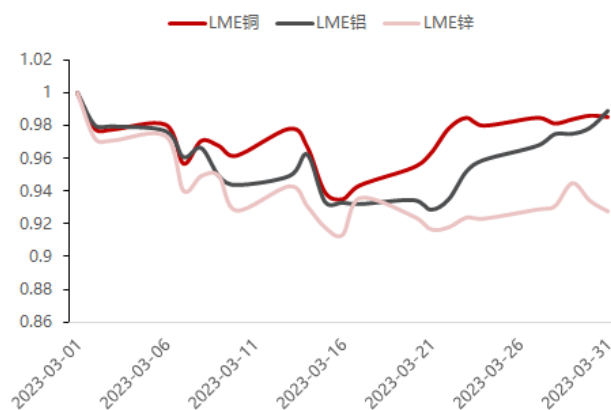
资料来源：wind，民生证券研究院

图45：美股成长股涨幅好于价值股 (2023.3.1=1)



资料来源：wind，民生证券研究院

图46：铜价表现明显好于铝锌 (2023.3.1=1)



资料来源：wind，民生证券研究院

4 萧条还是反萧条：金融稳定 vs 通胀粘性

黑天鹅事件致使市场交易主线立刻转向避险。市场对于货币政策“鹰派”的交易火苗被一场金融风波迅速浇灭，继而转向避险。避险资产大涨，而风险资产则全面下挫。同时，由于金融系统稳定性压力骤增，市场预计联储将保护“脆弱部门”，不得不转“鸽”，随着央行出手相助，风险偏好也有所反弹。

当前银行风险暂告一段落，交易或转向“通胀粘性”。由于4月是货币政策空窗期，市场的交易主线或仍然围绕通胀能否快速降温。近期美国经济已经出现见底反弹的信号，叠加CPI扩散仍在进行。在边际上，当下仍在交易宽松带来的估值扩张，往后多看一步，只有当市场意识到通胀粘性是长期问题，才可能再次回归到更高、更久的利率交易，商品交易的主线有望以美元的购买力下行为主，降息预期落空后，美股将面临压力。

往后看，若银行风险只是中场休息，市场或进入萧条与反萧条的抉择。目前美联储对银行系统提供的流动性援助占GDP的1%左右（按照3000亿流动性计算），FDIC对于两家银行提供的担保占GDP不到1%，远低于历史平均水平，并未达到力挽狂澜的水准。若危机并未解决而持续蔓延，演化为银行业危机，萧条在所难免，而美联储也不得不选择降息从而维护金融系统稳定性，再次推升市场流动性。降息所带来的通胀反弹是大概率事件，在流动性及通胀反弹的加持下，商品将在与其他风险资产下跌后迎来新一轮的机会。

5 风险提示

- 1) **美联储加息超预期。**若加息幅度远超市场预期，大宗商品价格承压较大。
- 2) **欧美爆发银行系统风险。**金融系统风险将引发欧美经济衰退。

插图目录

图 1: 银行风险引爆市场避险情绪.....	3
图 2: 2022 下半年, 地区性银行相对银行业持有现金回落速度较快 (2020Q1=1)	4
图 3: SVB 资产端长债占比远高于现金及等价物	4
图 4: 2022 年, SVB 客户集中在科技、医药及金融行业	4
图 5: 美国金融及科技行业近期持有现金快速下滑 (2015Q1=1)	4
图 6: 标普 500 地区性银行指数跌幅超银行业	5
图 7: 避险资产结束近月的持续下行, 大幅飙升	5
图 8: 美联储对储备银行贷款支持飙升 (百万美元)	5
图 9: BTFP 用量快速抬升 (百万美元)	5
图 10: BTFP 贷款利率快速下行 (%)	6
图 11: 市场流动性紧缺问题有所缓解 (%)	6
图 12: 3 月不加息甚至降息的预期抬升 (%)	6
图 13: 市场加息预期骤降, 降息预期骤升 (%)	6
图 14: 美元指数快速回落 (%)	6
图 15: 纳指表现明显好于道指 (%)	6
图 16: 瑞信银行资本充足率并不算低 (%)	7
图 17: 2022 年底瑞信就面临储蓄大幅流出 (百万美元)	7
图 18: 瑞信 22Q4 收入大部分来自于高净值客户	7
图 19: 财富管理部门的客户净资产大量流出	7
图 20: SMI 指数受瑞信影响大幅下挫 (2023.3.1=1)	8
图 21: 瑞信银行 CDS 报价大幅飙升 (bp)	8
图 22: 瑞信可转换债券总回报率大幅下跌 (%)	8
图 23: 欧美银行 Coco 债券回报率同样受到波及 (%)	8
图 24: 美联储 FIMA 供应远超疫情危机期间	9
图 25: 海外央行对美元需求高达 600 亿美元 (百万美元)	9
图 26: 德银股价暴跌拖累 DAX 指数 (右轴: DAX)	9
图 27: 德银危机引发欧元相对美元贬值	9
图 28: 德银 CDS 报价相对其他欧洲银行飙升 (bp)	10
图 29: 德银现金占总资产比率小幅抬升	10
图 30: 德银并未遭遇客户挤兑问题	10
图 31: 德银投资占总资产比例相对较低	10
图 32: 美国商业银行现金/存款快速飙升	11
图 33: 美国商业银行债券持有量下滑	11
图 34: 机构货币基金持有量大幅飙升	11
图 35: 银行业证券投资未实现损失飙升 (百万美元)	11
图 36: 美国工商业贷款近期大幅回落 (百万美元)	12
图 37: 美国商业贷款需求下滑幅度远大于信贷标准收紧程度	12
图 38: FHLB 给地区性银行的预支款已经飙升 (百万美元)	12
图 39: 美国 2 月 CPI 中位数继续攀升	13
图 40: 美国服务业 PMI 反弹至荣枯线上方	13
图 41: 欧洲核心 CPI 仍在上升	13
图 42: 欧美央行并未因银行风险而停止加息脚步 (%)	13
图 43: 市场已然开始定价美联储降息 (%)	14
图 44: 点阵图显示今年降息概率仍然较低	14
图 45: 美股成长股涨幅好于价值股 (2023.3.1=1)	14
图 46: 铜价表现明显好于铝锌 (2023.3.1=1)	14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026