

金融稳定干扰加息进程，美债收益率或见顶

报告导读

2022 年以来，为了缓解国内通货膨胀压力，美联储再次开启货币紧缩周期。在俄乌冲突意外爆发影响下，国际原油价格一度突破 100 美元每桶，美国 CPI 同比幅度最高突破 9%。美联储不得不加快加息步伐，2022 年全年加息幅度达到 425BP。美联储此轮货币加息之快远超过之前历次加息周期，幅度仅次于上世纪 70 年代保罗沃克时期。进入 2023 年后，虽然美国通胀已经出现降温迹象，但是核心通胀仍远超过 2% 目标水平，且美国就业市场依旧保持低失业率，美联储主席鲍威尔向市场宣扬加息决心。受此影响，市场一度预期美联储将在今年继续加息 100BP，美债长短期收益率同步上涨，两年期和十年期美债收益率分别上涨至 5% 和 4%。但是在持续加息背景下，美国硅谷银行意外暴雷，金融稳定再度引发市场对美联储货币政策预期反转，美债收益率短线暴跌。自千禧年以来，美联储四次降息周期中有三次的引发点都是为了维护金融市场稳定。因此我们认为，此轮美联储加息终点或提前临近，美债收益率有望见顶。

投资要点

- 美国通胀高企就业市场依旧火爆，促使美联储继续加息
- 硅谷银行破产倒闭引发市场对美联储货币政策转向担忧
- 加息空间有限叠加衰退预期，美债收益率或已见顶

风险提示

美联储无视金融市场风险持续加息

分析师：王卉

中央编号：BLN172

联系电话：852-2180 6499

邮箱：faywang@cnsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 美债收益率行情回顾	4
1.1. 美联储持续加息，美债收益率重心持续上移	4
1.2. 经济衰退忧虑下美债收益率曲线高度倒挂	4
2. 美联储货币政策目标一：平稳物价	6
3. 美联储货币政策目标二：充分就业	7
4. 美联储货币政策目标三：金融稳定	8
5. 美联储有望提前结束加息周期，美债收益率或将见顶	10

图表目录

图表 1：美国国债收益率及联邦基金目标利率	4
图表 2：美国新增耐用品订单同比	4
图表 3：美国成屋销售	4
图表 4：ISM 制造业指数	5
图表 5：美国国债收益率利差	5
图表 6：美国 CPI 指数	6
图表 7：美国 PCE 指数	6
图表 8：布伦特原油现货价：月同比	6
图表 9：美国 CPI 构成构重	7
图表 10：美国失业率	7
图表 11：美国新增非农就业人数	7
图表 12：美国硅谷银行财务报表摘要	8
图表 13：10 年期美债价格走势	8
图表 14：VIX 走势图	9
图表 15：联邦基金目标利率	9
图表 16：美国：GDP：不变价：折年数：同比	10
图表 17：隐含政策利率模型加息图（3 月 8 日）	10
图表 18：隐含政策利率模型加息图（3 月 16 日）	11
图表 19：FOMC 成员预测点阵图	11

1. 美债收益率行情回顾

1.1. 美联储持续加息，美债收益率重心持续上移

美债收益率特别是短期国债收益率作为无风险利率会围绕联邦基金利率波动。2020 年新冠疫情爆发后，美联储一直将联邦基金目标利率保持在 0%-0.25% 水平，美债收益率特别是短债收益率一直保持在低位水平。2021 年四季度，伴随着美国通胀和市场对美联储收紧货币政策预期上升，美债收益率有所上行。进入 2022 年后，美联储为应对通货膨胀压力大幅加息，一年内加息 425BP 将联邦基金目标利率提升至 4.25-4.50BP。在政策利率带动下，2022 年美债收益率大幅上涨，两年期和十年期国债收益率分别上涨至 4% 和 3% 以上水平。

图表 1：美国国债收益率及联邦基金目标利率



资料来源：wind，美联储，浙商国际

1.2. 经济衰退忧虑下美债收益率曲线高度倒挂

尽管美联储通过大幅加息的方式抑制了通货膨胀继续上升的势头，但是美联储大幅加息的负面效果带来投资和消费的放缓。美国新增耐用品订单和成屋销售数据显示，耐用品订单和成屋销售增幅均出现大幅回落，1 月耐用品订单同比增速回落至 3%，成屋销售则从新冠疫情后 650 万套回落至目前 400 万套。消费数据走弱意味着终端消费开始减弱。ISM 制造业 PMI 指数显示从去年 11 月开始已经回落至荣枯线以下，美国经济增速已经出现边际放缓信号。

图表 2：美国新增耐用品订单同比



资料来源：美国商务部普查局，浙商国际

图表 3：美国成屋销售



资料来源：全美地产经纪商协会，浙商国际

图表 4：ISM 制造业指数



资料来源：美国供应管理协会，浙商国际

市场对经济衰退预期导致美债收益率曲线出现高度倒挂。自 2021 年开始，十年期和两年期美债收益率价差开始回落，截至目前为止，十年期和两年期国债收益率倒挂幅度一度达到 1% 的极值水平。

图表 5：美国国债收益率利差



资料来源：wind，美联储，浙商国际

2. 美联储货币政策目标一：平稳物价

自 2022 年 6 月开始，美国通胀同比增幅见顶回落。截至今年 2 月为止，美国劳工部数据显示 CPI 和核心 CPI 同比增幅分别回落至 6% 和 5.5%。但是核心通胀数据回落速度呈现放缓趋势，远高于美联储长期通胀 2% 的目标水平，其中 PCE 数据显示美国 1 月通胀有所抬头，迫使美联储不得不采取进一步加息的方式抑制通胀。

图表 6：美国 CPI 指数



资料来源：美国劳工部，浙商国际

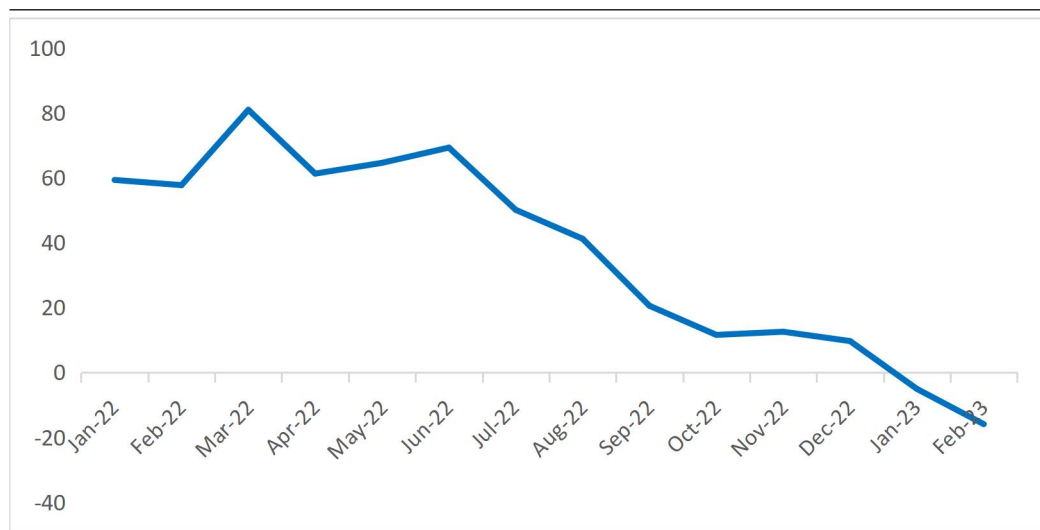
图表 7：美国 PCE 指数



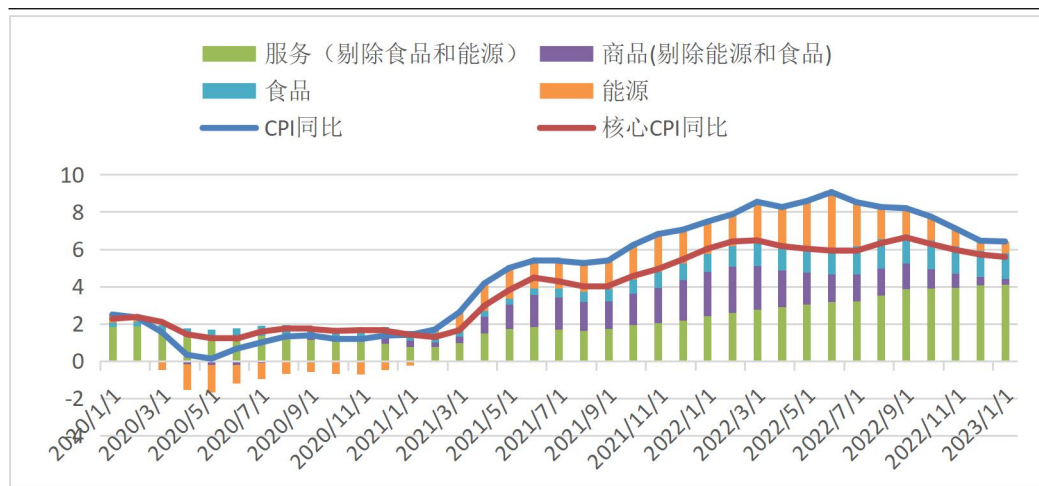
资料来源：美国商务部经济分析局，浙商国际

从通胀细分项数据来看，2022 年下半年能源价格下跌导致了 CPI 数据大幅回落，在 2 月俄乌冲突爆发达到峰值后，国际原油同比价格持续回落，今年油价同比价格已经环比转负（2 月同比为-15%）。但剔除能源和食品项的服务项价格同比增幅不断上升，是美国物价上涨的主要贡献项。美国服务业仍在疫后修复过程中，显示出相当景气的态势。此前公布的非制造业 PMI 好于预期，服务业就业水平增加、薪资增速上升的情况可以互相印证，导致了美国核心通胀难以回落。3 月 7 日，鲍威尔在向美国国会汇报半年度货币政策时，提及了美国经济数据表现强劲，或将令终端利率高于预期，美联储则不排除重新加快加息步伐。此次听证会上，鲍威尔重申鹰派立场，再次表示将通胀控制在 2% 仍然是美联储货币政策的首要目标。

图表 8：布伦特原油现货价：月同比



资料来源：wind，伦敦洲际交易所，浙商国际

图表 9：美国 CPI 构成权重


资料来源：wind，美国劳工部，浙商国际

3. 美联储货币政策目标二：充分就业

除抑制通货膨胀外，充分就业也是美联储货币政策的两大目标之一。自去年美国加息以来，美国失业率数据一直保持在 4% 以下的目标水平，2 月美国失业率为 3.6%，保持在低位水平震荡。2 月非农就业数据显示，2 月美国季调后新增非农就业人数为 31.1 万人，较上月下滑 19.3 万人，但大幅超出预期的 20.5 万人，也是连续 11 个月超过预期。

图表 10：美国失业率


资料来源：美国劳工部，浙商国际

图表 11：美国新增非农就业人数


资料来源：美国劳工部，浙商国际

从分项数据上来看，服务业就业仍保持高景气度，酒店休闲（+10.5 万）与零售贸易（+5 万）是新增就业最多的两项，反映出疫后服务业景气度持续修复。但同时信息（-2.5 万）与交通仓储（-2.2 万）则出现了下降，表明科技行业与实际需求的收缩。薪资数据上，2 月薪资增速为 4.6%，较上月回升 0.2%，但小于市场预期的 4.7%。薪资数据分项上看，2 月零售商贸易整体与非高管薪资环比均继续上行，而信息与科技产业薪资整体与非高管均出现环比明显回落，同样印证了服务业和科技行业就业市场出现分化。

整体上而言，最新数据显示美国就业市场景气度已经出现分化，但在服务业持续高景气度下，美国劳动力市场就业率仍保持在美联储目标以下。尽管经济数据显示美国经济增速放缓，但是并未影响到就业市场，美国经济衰退或成功实现“软着陆”，这也是美联储今年继续加息的底气所在。

4. 美联储货币政策目标三：金融稳定

3月10日，美国硅谷银行（Silicon Valley Bank, SVB）由于被储户挤兑而宣告破产倒闭。这一事件引发全球范围内普遍关注，部分市场观点认为硅谷银行破产可能引发美国系统性金融危机。硅谷银行是全美排名第16位的商业银行。规模属于中等，但具有明显产业特色。其经营战略是主要服务科技领域的风险投资，主要存款来自风险投资支持的早期科技创新企业，与后者构成了一定程度的生态共生关系。新冠疫情以来，由于美联储持续放水，初创及科技企业现金流持续上升。根据硅谷银行财报披露显示，2020年2021年两年硅谷银行存款和资产规模均出现快速上升，硅谷银行存款及资产规模分别从疫情前600亿及700亿美元上涨至目前1800亿及2100亿美元。为了获取息差利润，硅谷银行存在资产与负债的严重期限错配。截至2022年底，硅谷银行总资产约为2100亿美元，其中存款规模约1750亿美元，而这些银行负债被大量投资于美国长期国债和MBS，这就形成了短债长投的期限错配。在过去收益率曲线为正的时候，这是一种非常稳健的投资策略。去年，美联储大幅加息导致了市场利率急速上升和美债收益率曲线深度倒挂。美债收益率上升导致硅谷银行资产端价值下跌，但是在持有至到期的会计准则下并不会造成账面价值波动。随着美国货币政策的收紧，以及移动互联网融资周期的下行，风险投资新增规模明显下降，导致创新企业不得不大量消耗自身存款，这导致硅谷银行负债方迅速收缩。财报数据显示2022年硅谷银行存款较2021年下降约160亿美元。硅谷银行为应对企业提款需求，近期出售了210亿美元债券，发生了18亿美元的交易损失。如果1000亿美元的债券投资一旦发生超过10%的损失，硅谷银行的资本金将被完全抹掉。自2020年以来，十年期美国国债的价格从高点140美元高点跌至目前110美元，幅度达到了20%，而久期越长的债券跌幅将更大。考虑到极端情况下，硅谷银行已经资不抵债，因此引发储户挤兑。

图表 12：美国硅谷银行财务报表摘要

	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31	2019/12/31
总资产	21,179,300	21,147,800	11,551,011	7,100,490
持有至到期投资	9,132,100	9,819,500	1,659,215	1,384,295
可供出售金融资产	2,606,900	2,722,100	3,091,244	1,401,492
客户贷款及垫款净额	7,361,400	6,585,400	4,473,372	3,285,971
负债	19,549,800	19,486,900	10,707,752	6,538,382
总存款	17,310,900	18,920,300	10,198,181	6,175,781
股东权益	1,628,500	166,090	843,349	662,108

资料来源：wind，美国劳工部，浙商国际

图表 13：10 年期美债价格走势



资料来源：wind，美国劳工部，浙商国际

受此事件影响，美国中小银行股价出现大规模下跌同时恐慌性指数也大幅飙升至 30 以上。3 月 12 日，美国财政部、美联储、美国联邦存款保险公司（FDIC）发布联合声明，承诺设立一个由财政部提供资金的新贷款计划，确保硅谷银行的储户能够支取所有资金，但不保障硅谷银行股东与债权人利益。这一声明应该能够遏制住硅谷银行的存款挤兑现象并维护金融市场稳定。

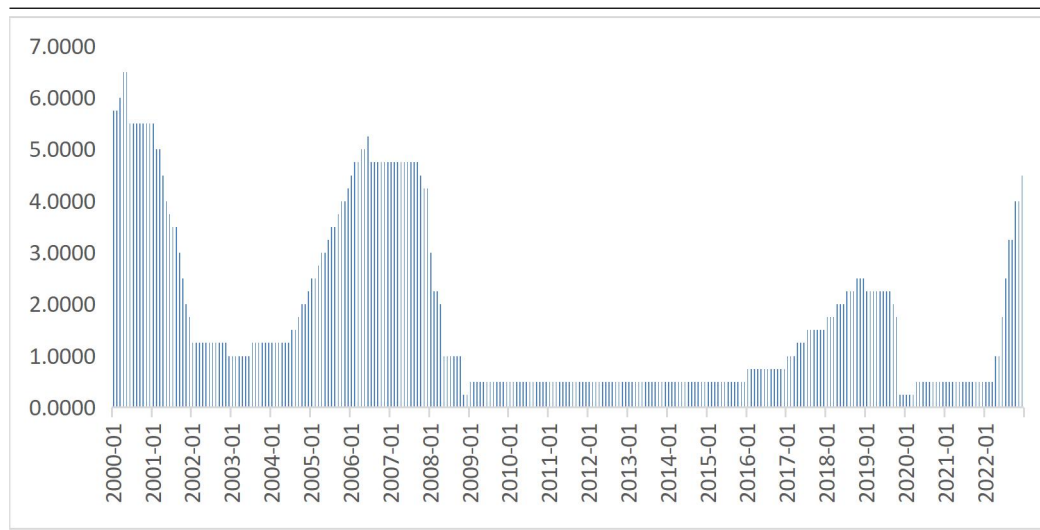
图表 14：VIX 走势图



资料来源：wind，浙商国际

除了物价平稳和充分就业目标外，美联储的货币政策目标之一便是维护美国金融稳定。千禧年后美联储四次货币政策宽松周期中有三次均与金融稳定有关。分别为 2001 年互联网泡沫时期、2008 年金融危机时期、2018 年加息周期中美国股市暴跌。

图表 15：联邦基金目标利率

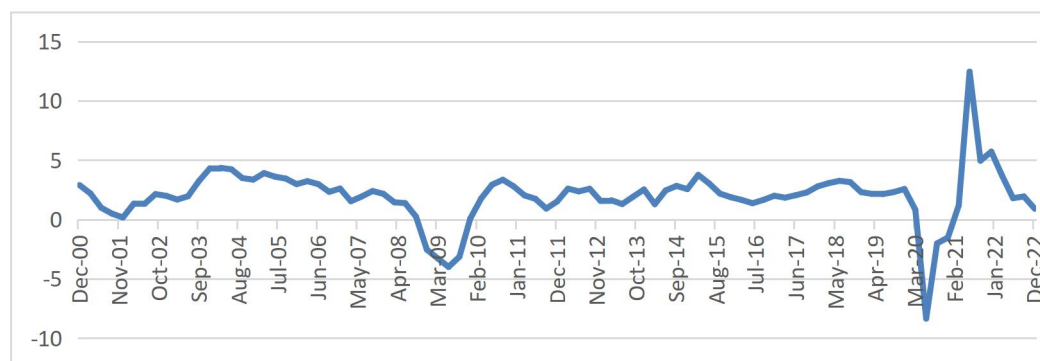


资料来源：wind，美联储，浙商国际

但是 2019 年美联储货币政策转鸽与其它三次美联储货币宽松周期有所不同。在 2019 年 1 月的议息会议上宣布暂停加息后，联邦公开市场委员会在 1 月末的利率会议声明中取消了“进一步渐进加息”的指引，并称“考虑到经济和金融市场状况”，可能会调整缩表步伐。随后，美联储主席鲍威尔也发出了自 2015 年开启紧缩周期以来

最明确的暂停加息信号，还表示美联储可能会提前停止缩表。2019 年并未发生与 2001 年、2008 年及 2020 年经济衰退，美联储出于维护金融市场稳定的原因而选择暂停加息，并且一直保持利率水平不变动直到 2020 年新冠疫情爆发。

图表 16：美国：GDP：不变价：折年数：同比

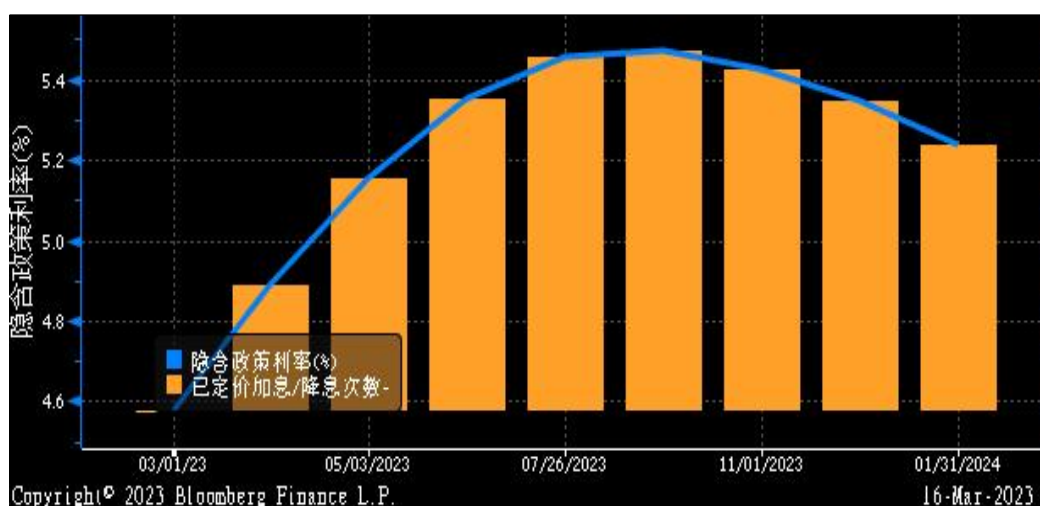


资料来源：wind，美国经济分析局，浙商国际

5. 美联储有望提前结束加息周期，美债收益率或将见顶

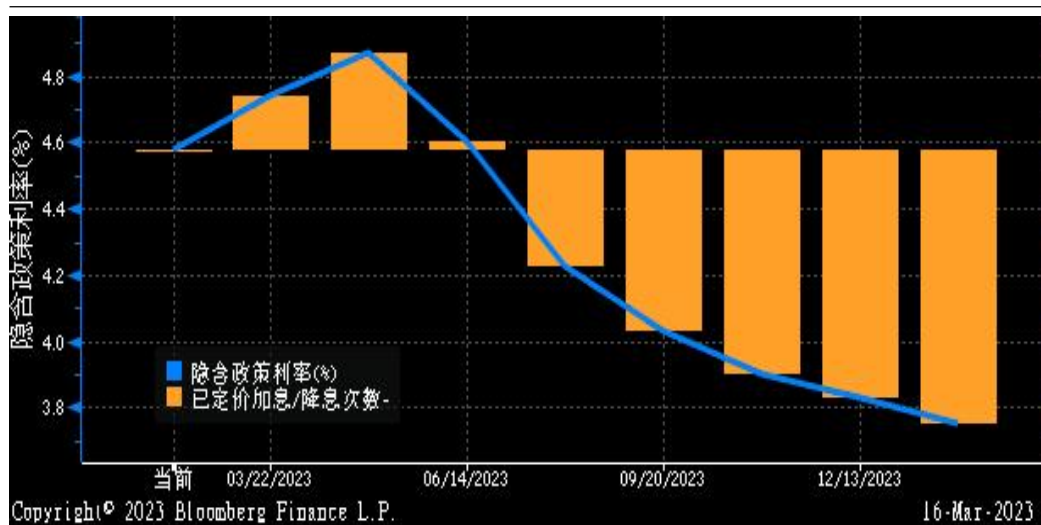
综上，美债收益率长周期走势特别是短期国债收益率主要受到美联储货币政策主导。美联储指定货币政策来维护物价稳定、充分就业及金融稳定。进入 2023 年后，美国通货膨胀依旧保持高位，2 月核心通胀（5.4%）仍远高于美联储长期通胀 2% 的政策目标。尽管服务业和高新技术行业、制造业就业情况出现分化，但是美国失业率仍保持在低位水平。硅谷银行破产事件不仅仅是孤立案例，美国若干中小商业银行的共同隐患，也即均存在典型的资产负债期限错配，且资产方大量投资于美国各类高等级信用债券。美联储持续加息缩表导致这些中小银行相关投资出现大量账面亏损。相比之下，目前美国大型商业银行资产负债表较为健康、资本金也非常充足。因此，市场担忧硅谷银行破产事件可能造成美国中小银行爆发集体性危机，美联储也将出手进行救助，其中就包括暂缓加息甚至在下半年开启降息。隐含政策利率模型显示，在硅谷银行倒闭事件发生后，市场对美联储货币政策预期发生大幅转向。上周，市场一度预期美联储将将联邦基金目标利率提升至 525-550BP，而本周，市场预期美联储至多再加息 25BP 至 475-500BP，随后将在下半年开启降息。

图表 17：隐含政策利率模型加息图（3 月 8 日）



Copyright © 2023 Bloomberg Finance L.P.
 资料来源：彭博，浙商国际

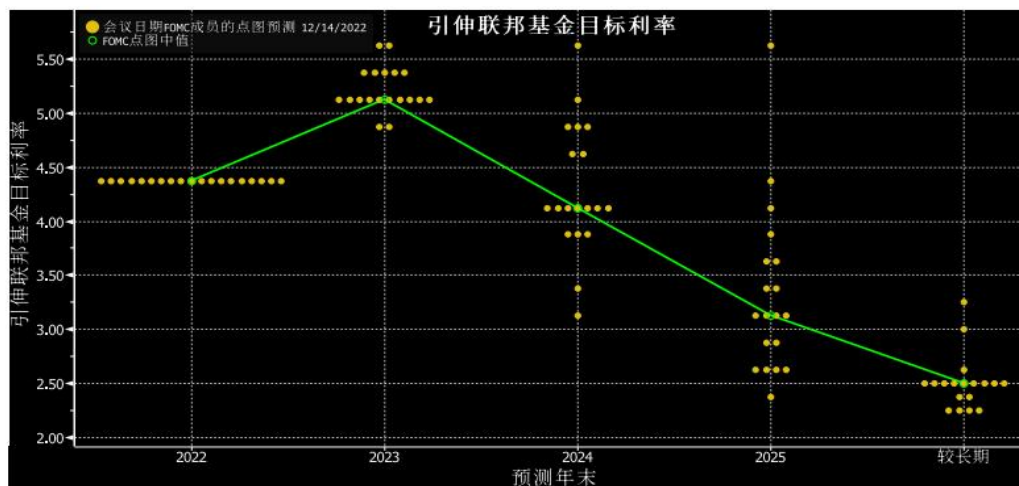
图表 18：隐含政策利率模型加息图（3 月 16 日）



资料来源：彭博，浙商国际

美联储点阵图显示，美联储此轮加息终点将在 500-525BP，即在 3 月和 5 月议息会议各加息 25BP 后停止加息。目前市场分歧在于美联储是否会在年内开启降息。因此我们认为，此轮美债收益率或将见顶，在经济衰退担忧下，美国国债收益率将低于联邦基金目标利率，且美债收益率曲线将保持深度倒挂。其中两年期美债收益率顶部为 5.25%，十年期美债收益率顶部为 4.25%。

图表 19：FOMC 成员预测点阵图



资料来源：FOMC，浙商国际

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（王卉，中央编号：BLN172），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 44 楼 4405 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk