

2023年4月3日

宏观经济双周报

欧美银行业风险暂时缓和，紧缩压力下降仍需时间

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 指数两周上涨 4.92%，3 月 31 日收盘价 4109.31；
美国道琼斯指数两周上涨 4.43%，3 月 31 日收盘价 33274.15；
美国纳斯达克指数两周上涨 5.08%，3 月 31 日收盘价 12221.91；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 6.15%，3 月 31 日收盘价 4315.05；
中国上证指数两周上涨 0.69%，3 月 31 日收盘价 3272.86；
香港恒生指数两周上涨 4.52%，3 月 31 日收盘价 20400.11；
日经 225 指数两周上涨 2.59%，3 月 31 日收盘价 28041.48；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.11%，3 月 31 日收盘价 1987；
WTI 原油指数两周上涨 13.38%，3 月 31 日收盘价 75.67；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 1.16%，3 月 31 日收盘价 102.51；
港币汇率两周下跌 0.01%，3 月 31 日收盘价 7.8492；
波罗的海干散货指数两周下跌 9.51%，3 月 31 日收盘价 1389；
美国十年期国债收益率两周上涨 1.20%，3 月 31 日数值为 3.47%；

1.2 市场简要回顾：

近两周欧美银行业风险事件暂时缓和，全球股市普遍上行。国际金价维持稳定，WTI 原油指数两周上涨超过 13%，与欧美制造业经济数据好于预期有关。考虑到当前金融市场的波动，美联储三月议息会议加息 25 个基点，欧洲央行加息 50 个基点，后续紧缩压力仍然存在。

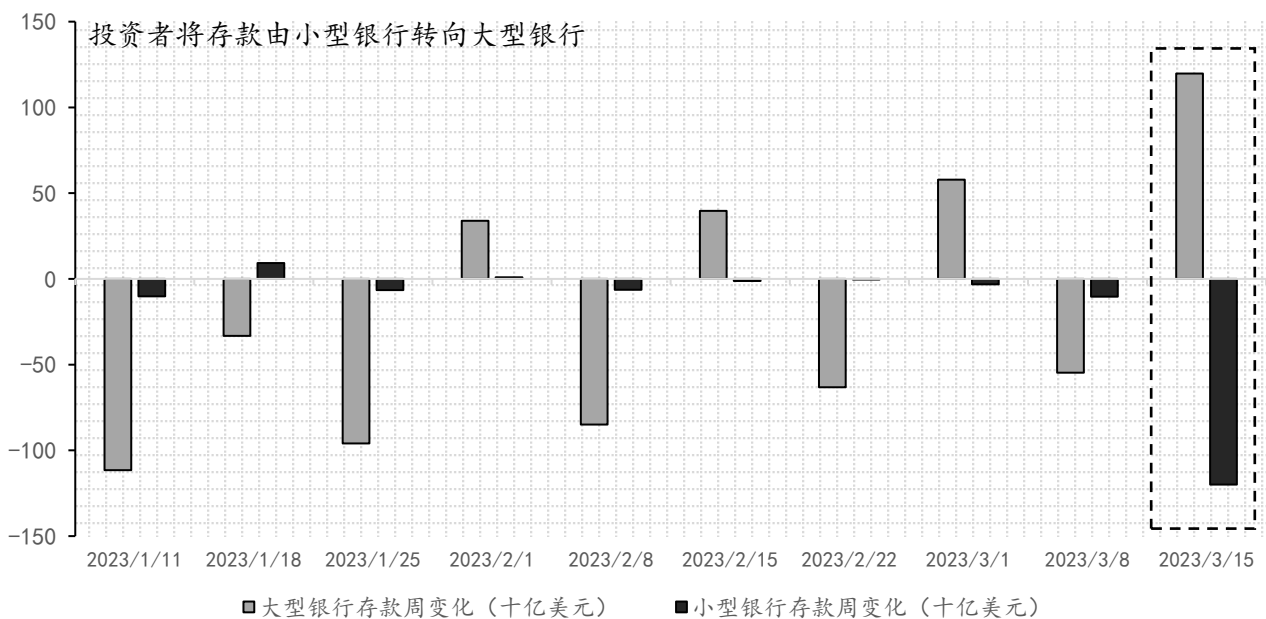
2 宏观经济分析

2.1 欧美银行事件跟踪：风险暂时缓和

欧美银行风险事件在前两周发酵后，出现缓和趋势。美联储和瑞士央行的及时行动，对出险银行提供了实质支持，整体市场正在恢复平静。三月下旬美联储加息 25 个基点，同样考虑了当前银行业风险事件对金融体系的影响，被投资者视作后续放缓加息的信号。此外财政部长和美联储都表示会继续支持其他中小银行，并提供流动性。

本次风险事件对金融市场的影响暂时告一段落，但是中小银行仍在此次事件中受到冲击。以美联储统计的大型银行和小型银行存款变化看，在风险事件发生后小型银行的存款明显减少，而大型银行迎来了存款的流入（详见图 1）。尽管美联储已经为出险银行提供了充分支持，但储户仍在此次事件的影响下倾向于选择抵御风险能力更高的大型银行。

图 1 大型银行小型银行存款周度变化



资料来源：Bloomberg

中小银行出险除去和自身抗风险能力较弱有关，还和当前的宏观环境密不可分。以联邦存款公司统计的银行持有证券损益变化看，当前升息速度实际已达到三十年最快，无论是当前可出售的证券还是持有至到期的证券，都出现了明显的账面亏损。这一亏损额度超过 2008 年全球金融危机资产价格快速下降时带来的负面影响（详见图 2）。

2023年4月3日 宏观经济研究

图2 联邦存款保险公司银行持有证券损益变化



资料来源：联邦存款保险公司

对于储户而言，除去将储蓄从中小银行转移至大型银行外，部分储蓄也已经流向货币市场。在当前基准利率达到 4.75% 的情况下，货币市场的短期债券可以为投资者提供更高回报。从美国货币市场基金总规模的变化看，自今年三月以来大量资金快速流入，投资者在权衡风险与回报的情况下，选择了相对安全的金融资产（详见图 3）。

图3 美国货币市场基金总规模变化



资料来源：Bloomberg

2023 年 4 月 3 日 宏观经济研究

尽管银行业风险事件在欧洲和美国都有发生，但欧洲在三月的议息会议中仍坚持加息 50 个基点，主要源于欧元区通胀持续高企。从欧洲与美国金融条件指数的变化看，三月以来欧洲金融条件指数继续收紧，而美国金融条件指数出现宽松（详见图 4）。从美联储资产负债表的增长中也可以看出这一规律（美联储过去一年的缩表约 6000 亿美元，近两周扩表约 3000 亿美元）。

图 4 欧洲与美国金融条件指数变化



资料来源：Bloomberg

在中央银行开始明确介入银行业风险事件的背景下，全球金融市场近两周波动明显下降。以 VIX 指数为例，三月中旬 VIX 指数达到峰值，随后逐渐下降，当前已达到今年年初以来的相对低位（详见图 5）。这说明投资者认为此次事件的风险相对可控，从三月的峰值数据来看，本次事件对金融市场的影响低于 2022 年几次加息带来的负面作用。

银行业风险事件未能继续发酵，也和当前欧美经济数据超出预期有关。从欧洲和美国 PMI 指数的走势看，今年年初以来两者均已连续三个月上行，与市场此前认为的加息导致经济放缓的假设明显不同（详见图 6）。当前欧美劳动力市场的发展以及工业生产的状况还可以支持央行继续加息，在超预期的经济数据作用下，市场没有过担忧本次银行业风险。

图5 VIX指数走势图



资料来源：Bloomberg

图6 欧美PMI指数走势图



资料来源：Bloomberg

2023年4月3日 宏观经济研究

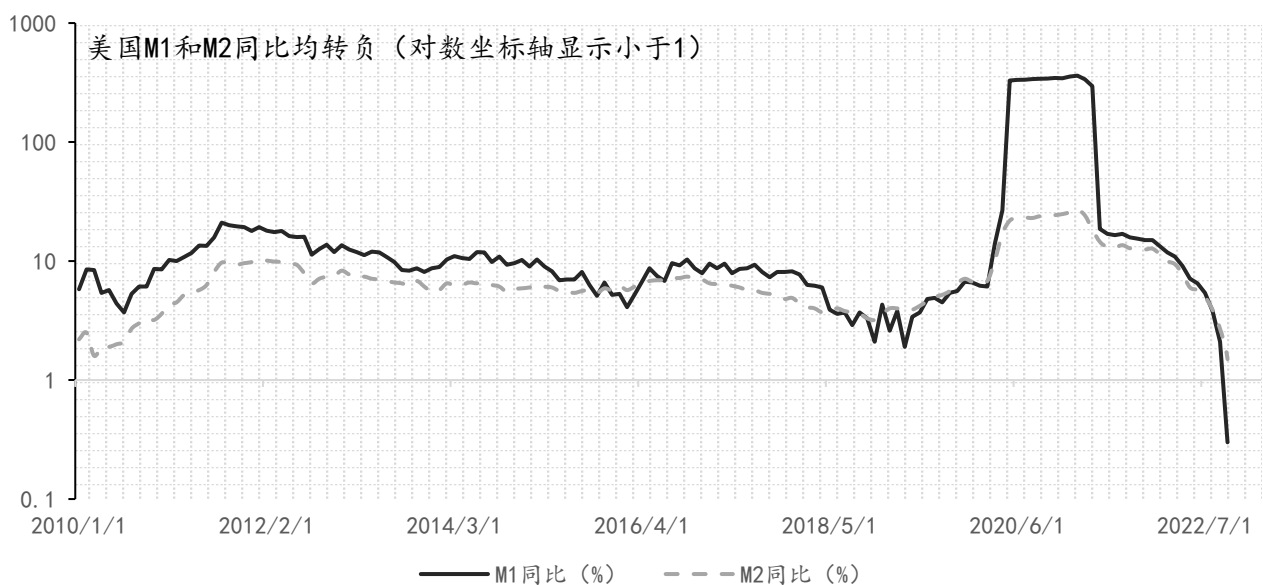
尽管欧美金融市场的系统性压力，仍因短期事件的影响和持续加息的作用出现上行，但整体压力低于2022年的平均水平（详见图7）。考虑到通胀数据正在从高位回落，同时市场流动性已明显紧缩（详见图8），预计未来金融系统面临的压力处于可以接受的范围。本次风险事件中央行的积极行动也证明，在加息的同时央行会密切关注金融市场的变化。

图7 欧央行欧美系统性压力指数变化



资料来源：欧央行

图8 美国M1和M2同比变化



资料来源：Bloomberg

2023年4月3日 宏观经济研究

2.2 资产配置：安全资产黄金、焦点资产科技股

在本次风险事件发生后，投资者在短期选择了部分避险资产。与传统央行体系不同的去中心化加密货币，自三月以来出现了明显的上行趋势。黄金作为传统的避险资产，也出现加速上行的走势。从国际金价与实际利率的变化看，去年下半年以来黄金和实际利率的走势相关性下降，这可能意味着市场对黄金价格计入了更多因素（详见图9）。

在欧美通胀下降速度略有放缓的情况下，美联储在三月的经济预测中认为通胀率将在2026年降至2%的目标水平，这为大宗商品的价格提供的一定支撑。此外国际局势的变化，以及本次银行风险事件都为后续美联储加息带来更多不确定性。这些因素都促使金价重拾上行趋势。

图9 国际金价与实际利率走势图



资料来源：Bloomberg

此外来自中国央行对黄金储备的增长，也可以成为解释金价逐渐上行的原因。从中国黄金储备量与美债持有量的变化看，2015年以来中国持续减持美债，并增持黄金（详见图10）。作为常见的两种避险资产，央行的配置变化也证实了黄金的长期价值。在当前全球不确定性继续增加的情况下，黄金的后续走势仍值得投资者关注。

图 10 中国黄金储备量与美债持有量变化



资料来源: Bloomberg

在本次欧美银行业风险事件发生时,中国银行业并未受到明显影响。这与中国央行当前的宽松政策直接相关,也使市场继续增加了中国资产的配置。三月以来北上资金再次出现了类似年初的明显流入,而从离岸人民币汇率的表现看,随着美联储加息放缓,人民币重拾升值趋势,已经回到半年前的汇率水平(详见图10)。

除去对避险资产的考虑外,市场已经开始交易加息放缓带来的利好。自2002年以来表现不佳的成长股,很可能在未来暂停加息的预期下迎来上行。当前市场中流行的ChatGPT已经为人工智能相关行业带来了广泛的增长潜力,与此相关的科创概念也正在获得投资者的关注。从中国市场科创50指数的走势看,当前指数已经过较长时间的调整,重新位于均线上方(详见图12)。

图 11 离岸人民币与美元指数走势图



资料来源: Bloomberg

图 12 科创 50 指数走势图



资料来源: Bloomberg

2023年4月3日 宏观经济研究

从当前中国对科创政策的走向看，三月科创50成份股的调整，医药生物行业调出较多，半导体和电子设备行业调入较多（详见图13）。这意味着当前政策正在向科创方向靠拢，未来的投资机会也可能集中在人工智能等科创领域。

图13 三月科创50成份股调整情况

代码	名称	所属行业	变动
688185	康希诺	医药生物	调出
688276	百克生物	医药生物	调出
688139	海尔生物	医药生物	调出
688006	杭可科技	电力设备	调出
688202	美迪西	医药生物	调出
688385	复旦微电	半导体	调入
688047	龙芯中科	半导体	调入
688349	三一重能	电力设备	调入
688375	国博电子	电子设备	调入
688348	昱能科技	电力设备	调入

资料来源：Bloomberg

2023 年 4 月 3 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：“由于银行业事件的影响，美联储曾考虑过暂停加息，但货币政策委员对升息的共识仍然很强”、“美联储正在对银行业的监督规范进行检讨”。

美联储理事 Jefferson：“通胀放缓与美联储收紧货币政策有关，还和供应链缓解以及能源价格下降有关”、“美联储仍在了解紧缩政策的全部效果”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“美联储继续实施适当的宏观审慎政策可以控制金融压力，适当的货币政策可以为通胀带来下行压力”、“目前的形势对今年通胀回落有利”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“三月加息 25 个基点的决策并非轻率做出，美联储认为银行体系仍旧稳固”、“当前经济情况与 1980 年代初截然不同”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“达成通胀目标的使命和避免金融体系受到威胁的责任，这两者之间没有任何冲突”、“欧央行随时准备在必要时做出应对，以维护价格稳定和金融稳定”。

欧洲央行副行长 Guindos：“银行业正在经历不确定性较高的时期，欧央行需要在每次会议中需要分别斟酌”、“欧央行将在未来的几个月内评估银行业事件对融资环境的影响”。

欧洲央行管理委员会成员 Kazaks：“目前欧央行没有停止加息，因为通胀仍然很高”、“欧洲银行业资本充足，没有理由把当前情况和 2008 年进行对比”。

欧洲央行管理委员会成员 Wunsch：“如果市场企稳，欧央行可能会继续加息”、“欧央行需要时间来评估近期事件产生的全面影响，以及其是否会干扰到经济”。

欧洲央行执行理事会成员 Elderson：“欧元区通胀率仍然较高，本月升息 50 个基点的行动是有力的”、“当前不确定性较高，欧央行将根据未来的经济数据做出决定”。

欧洲央行管理委员会成员 Nagel：“欧央行的工作尚未完成，如果通胀按预期发展，需要在未来的会议上继续加息”、“欧元区的银行有能力应对近期的市场波动”。

信息来源：Bloomberg

2023年4月3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	639.89	2.37%	1.73%	#VALUE!	5.54%
发达经济体	MSCI World Index	2759.71	2.49%	1.66%	5.66%	8.55%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	985.77	1.40%	2.26%	2.96%	3.10%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3847.42	2.60%	1.58%	5.43%	6.15%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1898.45	2.16%	1.72%	8.30%	8.60%
中国	MSCI China Index	67.54	1.81%	3.57%	5.01%	4.76%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	863.67	-0.59%	3.66%	3.64%	2.91%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	860.35	-0.64%	3.75%	3.65%	2.84%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	108.82	0.14%	2.20%	-0.26%	-0.23%
投资级公司债券						
全球市场	Blommborg Global Aggregate Index	458.72	-0.50%	3.08%	3.24%	4.36%
发达经济体	Blommborg Global Aggregate Developed Markets Index	97.87	-0.59%	3.17%	3.31%	4.65%
新兴市场经济体	Blommborg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1091.98	0.06%	1.59%	1.67%	1.50%
美国	Blommborg US Aggregate Index	2099.64	-0.92%	2.97%	2.24%	4.12%
中国	Blommborg China Aggregate Index	260.20	-0.09%	1.45%	2.35%	4.15%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1369.57	1.11%	0.40%	2.72%	2.33%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	155.91	1.36%	0.97%	3.46%	3.18%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	121.07	0.04%	1.21%	1.38%	1.12%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2245.25	0.55%	0.57%	2.75%	2.19%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	44.08	-0.57%	-8.65%	-0.39%	-3.05%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	104.39	1.33%	-2.70%	-7.34%	-5.37%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	32.38	1.51%	-10.69%	-20.96%	-16.39%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	159.05	0.77%	-3.34%	-4.59%	-3.88%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	226.42	0.45%	8.66%	6.03%	4.29%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	67.19	1.99%	-1.41%	-2.43%	-0.86%

数据来源: Bloomberg

2023年4月3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